

UNIVERSITÉ DE LYON. — FACULTÉ DE DROIT

DES VARIATIONS
DU
TAUX DE L'INTÉRÊT

LEURS CAUSES ET LEURS CONSÉQUENCES

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE LYON

Le samedi 19 Avril 1902

PAR

Georges ROBERT



LYON

A. STORCK & C^{ie}, IMPRIMEURS-ÉDITEURS

8, rue de la Méditerranée, 8

—
1902

UNIVERSITÉ DE LYON. — FACULTÉ DE DROIT

DES VARIATIONS
DU
TAUX DE L'INTÉRÊT

LEURS CAUSES ET LEURS CONSÉQUENCES

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE LYON

Le samedi 19 Avril 1902

PAR

Georges ROBERT



LYON

A. STORCK & C^{ie}, IMPRIMEURS-ÉDITEURS

8, rue de la Méditerranée, 8.

—
1902

UNIVERSITÉ DE LYON

FACULTÉ DE DROIT

- MM. CAILLEMER (E.), O. *, I. O, doyen, professeur de Droit civil,
correspondant de l'Institut.
MABIRE, *, I. O, professeur honoraire.
GARRAUD, I. O, professeur de Droit criminel.
APPLETON (Charles), I. O, professeur de Droit romain.
FLURER, I. O, professeur de Droit civil, assesseur du doyen.
THALLER, I. O, professeur honoraire.
AUDIBERT, I. O, professeur honoraire.
COHENDY, *, I. O, professeur de Droit commercial.
PIC, I. O, professeur de Droit international public.
APPLETON (Jean), A. O, professeur de Droit administratif.
LAMBERT, professeur d'Histoire du Droit.
BOUVIER, A. O, professeur de Science financière et de Légis-
lation française des finances.
LAMEIRE, professeur-adjoint (Droit public).
JOSSEMERAND, agrégé (Droit privé et Droit criminel).
BROUILHET, agrégé (Sciences économiques).
HUVELIN, agrégé (Histoire du Droit).
LÉVY (Emmanuel), agrégé (Droit privé et Droit criminel).
GONNARD (René), agrégé (Sciences économiques).
CAILLEMER (Robert), chargé de cours (Histoire du Droit).
BECQ (J.), I. O, secrétaire.

JURY DE LA THÈSE

- | | |
|---------------|----------------------|
| M. BOUVIER, | <i>Président.</i> |
| MM. BROUILHET | } <i>Assesseurs.</i> |
| GONNARD | |

CHAPITRE PREMIER

DE L'INTÉRÊT

L'homme, tout en satisfaisant ses besoins actuels, songe à la nécessité de satisfaire ses besoins futurs, et à cet effet, il s'abstient de consommer tous les biens acquis par son travail. Cette portion de biens qu'il retire de la circulation et qu'il traduit en monnaie, la seule richesse qui se conserve indéfiniment, s'appelle épargne.

La prévoyance des besoins futurs, la crainte des maladies, des infirmités ou de la vieillesse, le désir d'assurer l'existence de ses descendants ou d'augmenter sa puissance dans l'avenir par la disposition d'une plus grande fortune, sont les principales raisons qui poussent l'homme à se ménager des ressources pour l'avenir.

Mais cette épargne n'est, à l'heure présente, d'aucune utilité à son propriétaire, elle lui procure seulement le plaisir de se sentir plus fort contre les hasards de l'avenir. Le créateur de l'épargne, s'il ne l'utilise pas lui-même immédiatement, profitera donc de la propriété qu'elle a de donner un produit, conséquence du service qu'elle rend à l'emprunteur et il la prêtera.

Dans la société, il y a des individus qui ne réussissent jamais à se constituer un fonds pour parer aux éventualités qui peuvent réduire momentanément leurs ressources ; ils empruntent en cas de maladies, de mauvaises récoltes et se libèrent très exactement quand les circonstances leur redeviennent favorables : ce sont les *emprunteurs-consommateurs*. A côté de ces individus, il s'en trouve d'autres qui, ne possédant rien, empruntent de l'épargne pour diriger ou monter sous leur responsabilité personnelle une entreprise industrielle ou commerciale : ce sont les *emprunteurs-entrepreneurs*. Ces emprunteurs iront trouver les propriétaires d'épargne et leur diront : « La possession présente de votre épargne ne vous est d'aucune utilité, c'est sa possession future qui vous est nécessaire. Pour nous, au contraire, sa possession actuelle nous rendrait un grand service. Prêtez-nous-la. En échange nous vous donnerons, pour chaque année de son usage, une somme d'argent qui sera par exemple de 5 francs pour 100 francs. »

Cette somme, cette redevance que l'emprunteur de l'épargne paie au prêteur, soit à des intervalles stipulés, soit chaque année, sans que cette redevance, fût-elle prolongée pendant des années, le dispense de restituer intégralement le tout à l'expiration de la période du prêt, s'appelle *intérêt*.

Ainsi l'intérêt n'est pas autre chose que le *loyer de l'épargne*. L'intérêt se différencie donc nettement de la rente qui est le revenu de la terre, du fermage qui en est le loyer et du profit qui est la rémunération de l'entrepreneur.

L'intérêt est un phénomène universel et nécessaire, si

nécessaire même que la société, grâce à sa merveilleuse plasticité, l'a toujours conservé, quand il fut interdit, en le rétablissant sous une autre forme. Sans lui, toute l'activité commerciale et industrielle des peuples s'éteindrait, les œuvres économiques les plus importantes resteraient à l'état d'ébauche et dans sa marche vers le progrès, la société serait arrêtée par l'impossibilité de réunir les éléments matériels de chaque amélioration. La société resterait cristallisée (1). L'intérêt est la condition de toute civilisation.

I

Malgré cette nécessité, le prêt à intérêt — « comme il touche à ce qu'il y a de plus vif dans les intérêts matériels de la société (2) » — fut toujours un grave sujet d'étude, souvent même un âpre sujet de discussions. Les philosophes le contestèrent et l'attaquèrent, les théologiens l'interdirent et le flétrirent, enfin les économistes le reconnurent mais le discutèrent.

Ainsi, de tout temps, les hommes se sont posés cette question quand ils ne l'ont pas niée : L'intérêt est-il légitime ? Pourquoi le capitaliste-prêteur reçoit-il sans cesse et sans peine cette redevance appelée intérêt ?

Les opinions sur ce sujet sont nombreuses.

(1) « On peut à peine se figurer ce que serait un monde où l'intérêt n'existerait pas. A coup sûr, il ne s'y rencontrerait aucune division profonde du travail et des occupations, pas d'échanges, presque pas ou point de progrès. » (LEROY-BEAULIEU : *Essai sur la répartition des richesses*, P. 236.)

(2) TROPLONG : *Code civil expliqué*, t. XIV, préface, p. 2.

M. de Bohm-Bawerk, dans son étude sur l'intérêt, passe en revue dans le *Geschichte und Kritik der Kapitalzins-Theorien* (*Histoire et critiques des théories sur l'intérêt du capital*, Inspruck, Wagner, 1884), toutes les opinions émises sur la théorie du prêt à intérêt, les discute, les réfute — naturellement — et expose ensuite dans le *Kapital und Kapitalzins* (*Le capital et les intérêts*, même librairie, 1889), sa propre théorie.

Nous allons adopter l'ordre qu'il a suivi et entrer immédiatement dans la question en commençant à l'époque où les économistes reconnurent le prêt à intérêt.

M. de Brohm-Bawerk classe ainsi les théories émises avant lui :

- 1° Théories indéterminées (*farblos* sans couleur). Ce sont celles qui adoptent les opinions de Turgot et de Smith ;
- 2° Théorie de la productivité du capital ;
- 3° Théorie du prêt de l'usage du capital ;
- 4° Théorie de l'abstinence ;
- 5° Théorie du travail ;
- 6° Théorie de l'exploitation de l'ouvrier par le capitaliste (socialisme) ;
- 7° Les éclectiques.

En exposant rapidement ces théories (1), nous insistons principalement sur celles qui pourront nous servir plus tard à expliquer les variations du taux de l'intérêt.

(1) Voir les *Progrès de la science économique*, par Maurice BLOCK, livre II, chap. XXX, « Les Intérêts du Capital », auquel nous avons emprunté les principaux éléments de ce paragraphe.

Nous y joindrons la théorie du service que M. de Bohm-Bawerk n'a pas su dégager des autres et la théorie propre de l'auteur : la théorie du temps, adoptée par toute l'École autrichienne.

Les théories indéterminées sont celles de Turgot, d'Adam Smith et leurs successeurs : Ricardo, Malthus, Mac-Culloch, Macleod, Cauwès.

C'est dans les « Réflexions sur la formation et la distribution des richesses », au paragraphe 74, que Turgot expose le fondement de l'intérêt.

« On peut donc louer son argent aussi légitimement qu'on peut le vendre, et le possesseur de l'argent peut faire l'un et l'autre, non seulement parce que l'argent est l'équivalent d'un revenu et un moyen de se procurer un revenu, non seulement parce que le prêteur perd pendant le temps du prêt le revenu qu'il aurait pu se procurer, non seulement parce qu'il risque le capital, non seulement parce que l'emprunteur peut l'employer à des acquisitions avantageuses ou dans des entreprises dont il tirera de gros profits : le propriétaire peut légitimement en tirer l'intérêt par un motif plus général et plus décisif. Quand tout cela n'aurait pas lieu, il n'en serait pas moins en droit d'exiger l'intérêt du prêt par la seule raison que son argent est à lui. »

On trouve dans ces lignes à peu près le germe de toutes les théories ultérieures : théorie de l'abstinence, théorie de la productivité, théorie de l'appropriation. Turgot donne plutôt des raisons en faveur de la légitimité de l'intérêt que le vrai fondement d'où puisse découler d'une manière absolue la légitimité de l'intérêt.

La théorie de la productivité du capital est attribuée à

J.-B. Say. Il l'émit en 1803. Cette théorie est très nette. Elle a beaucoup de partisans; citons en Allemagne : Thünen, Roscher; en France : Rossi, M. de Molinari, Cauwès, P. Leroy-Beaulieu; en Angleterre : Lauderdale, en Amérique, Carey.

J.-B. Say expose sa théorie dans son *Traité d'économie politique* : « L'intérêt exigé par le prêteur ne peut plus être représenté comme une injuste extorsion assise sur les besoins d'un emprunteur, c'est le loyer d'un instrument de production appelé capital dont on cède à l'emprunteur le droit de tirer parti. Le prêt à intérêt est un acte tout à fait analogue à la cession que fait, pour un temps, un propriétaire à un fermier de la jouissance et des produits de son terrain... Dans tous les cas, l'emprunteur trouve dans un capital un moyen de profits pour ses facultés industrielles, s'il en a véritablement (1). »

Ainsi, quand le possesseur d'une somme d'argent la transfère pour un temps donné à un emprunteur (nous ne devons pas oublier que c'est moins en réalité l'argent qu'il transfère que le capital qui se cache dans cette somme d'argent), il augmente les facultés productives de ce dernier. L'emprunteur, en effet, transformant cet argent en capital, soit matériellement en en faisant des machines, soit économiquement en l'employant à faire des avances à la production, se procure un surcroît de production. Il est juste qu'il donne au prêteur une partie de cet accroissement de productivité, obtenue par la somme prêtée.

(1) *Cours complet d'économie politique*, t. II, chap. XIV.

La cause de l'intérêt est donc la productivité du capital, et l'intérêt la mesure de la productivité.

La productivité du capital ne peut être invoquée pour expliquer entièrement le loyer de l'épargne. L'intérêt n'est pas la traduction, la représentation exacte de la productivité du capital. Bastiat, malgré lui, a été aussi le continuateur de cette erreur avec son apologue du rabot (1) dans les *Sophismes économiques*.

Il s'imaginait prouver que l'intérêt ne fait que payer très exactement la productivité du capital, d'autres disent le croit. La conséquence logique était qu'un intérêt élevé correspondait toujours à une époque où le capital était productif et inversement. Cette correspondance ne vient pas de la productivité du capital, mais de ce que l'épargne, étant plus demandée, a un loyer plus élevé.

En raisonnant ainsi, on néglige une partie importante des usages de l'épargne, c'est-à-dire les prêts de consommation. Sans doute, cet emploi de l'épargne peut être dangereux, nous n'avons pas à l'apprécier, mais à constater que cet emploi est une part importante de la demande. « En réalité, comme le fait remarquer Vilfredo Pareto (2), il y a eu des pays et des époques où le prêt de production a été le moindre débouché de l'épargne. Les Publicains romains étaient suivis d'une nuée d'usuriers qui prêtaient aux malheureux sujets que Rome pressurait. Au moyen âge, le prêt n'était que rarement un prêt de production. De nos jours, le prêt de production n'est pas l'unique

(1) Rappelons que Jacques a fait un rabot pour son usage, il le prête à Guillaume pour un an et se fait donner une planche en échange.

(2) Vilfredo PARETO : *Cours d'Économie politique*, t. 1^{er}, § 432, p. 310.

débouché de l'épargne, nos grands emprunts modernes ne sont pas des prêts de production (1). »

L'apologue de Bastiat doit être complété. « Quand Guillaume demande à Jacques de lui prêter son rabot, il se rencontre avec un agent du gouvernement qui demande à Jacques ce même rabot ou mieux l'épargne qui servirait à le faire. Cette nouvelle demande accroît nécessairement le prix du loyer du rabot (2) » (c'est-à-dire le loyer de l'épargne qui devait servir à le faire) et Jacques, devant les deux demandes, exigera deux planches. Comment soutenir que ces deux planches représentent la productivité du capital ?

En résumé, on ne peut expliquer l'intérêt par la productivité du capital. Il faut retenir seulement que la produc-

(1) Tableau extrait du *Moniteur des intérêts matériels* :

Émissions publiques

ANNÉES	I	II	III	IV
1890	1 759	602	3 960	6 334
1891	3 338	2 488	2 400	7 926
1892	519	86	1 434	2 421
1893	2 088	572	1 307	3 967
1894	2 931	338	1 904	5 173
α	0 42	0 14	0 43	1 00

I = emprunts d'états et de villes,
 II = établissements de crédit.
 III = chemins de fer et établissements industriels.
 IV = total des émissions.
 α = proportions moyennes.

(2) Vilfredo PARETO : *Opinion citée*, p. 311.

tivité du capital exerce une influence indirecte sur le loyer de l'épargne, en augmentant la demande, par conséquent en tendant à élever l'intérêt.

La théorie qui fonde l'intérêt sur la productivité du capital considère spécialement l'emprunteur, la théorie qui explique l'intérêt par l'abstinence considère spécialement le prêteur. C'est Senior qui l'a formulée.

Quand un possesseur d'épargne loue son épargne ou quand un propriétaire d'une somme d'argent la prête, il éprouve un retard dans la jouissance de cette épargne ou de cette somme d'argent et l'intérêt que lui donnera l'emprunteur sera la récompense de son abstinence. Cette théorie est inexacte. L'abstinence n'entre en jeu que lorsque l'épargne produit des services directement consommables pour son possesseur. Mais toute l'épargne ne se trouve pas dans ce cas. L'abstinence est donc étrangère au phénomène de l'intérêt.

La théorie du prêt de l'usage est une subdivision de la théorie de la productivité du capital. Elle distingue l'usage du capital de la propriété du capital et, dans le prêt à intérêt, ce qu'on loue c'est l'usage, les forces productives du capital. L'intérêt est donc la rémunération des services productifs du capital : cette théorie, qui découle directement de la théorie de J.-B. Say, a été principalement développée par Krües et Menger.

La théorie du travail considère l'intérêt comme le prix d'un travail attribué au capitaliste. La nature de ce travail est envisagée différemment dans les divers pays ; aussi distingue-t-on le groupe anglais, le groupe français et le groupe allemand.

Le groupe anglais se compose de James Mill et de

Mac Culloch. Pour ces économistes, le capital est du travail antérieur, l'intérêt qu'on reçoit pour le capital prêté est reçu en réalité pour le travail antérieur.

Le groupe français se compose de M. Courcelle-Seneuil et M. Cauwès (1). L'épargne est un effort dont tout le monde n'est pas capable, il y a donc un travail d'épargne. L'intérêt en est la récompense.

Dans le groupe allemand, nous avons MM. Schaffle et Wagner. Ils considèrent le capitaliste comme un homme qui rend service à la société par la création de l'épargne. C'est un travail social. La récompense de ce travail social est l'intérêt.

La théorie de l'exploitation de l'ouvrier par le capitaliste est énoncée par Karl Marx. L'origine de l'intérêt est la spoliation : Un fabricant loue des ouvriers, il les paie pour six heures et les fait travailler douze heures ; ces six heures non payées créent une plus-value (*Mehrwerth*) que l'entrepreneur garde pour lui et sur laquelle il paie les intérêts.

Les théories éclectiques sur lesquelles nous n'insisterons pas sont toutes celles qui expliquent l'intérêt par un double fondement : la productivité du capital et l'abstinence ou le travail d'épargne. Les principaux éclectiques sont Rossi, Molinari, Leroy-Beaulieu, Roscher, Cossa, Cauwès et autres.

(1) CAUWÈS : *Cours d'économie politique*. Troisième édition, t. III, p. 366 :

« Le travail n'est pas dans le prêt, il est dans la volonté persistante de conserver le capital et dans l'abstention prolongée de tout acte de consommation de jouissance quant à la valeur qu'il représente. C'est, si l'expression ne paraît pas trop bizarre, un *travail d'épargne* qui est rémunéré par l'intérêt. »

On arrive enfin à la théorie de M. de Bohm-Bawerk (1), prétendant que le temps est l'élément à l'aide duquel il faut expliquer l'intérêt.

Avant d'aborder la théorie de l'intérêt, M. de Bohm-Bawerk expose dans un chapitre préliminaire les rapports *entre le présent et l'avenir* dans la vie économique et débute par cette proposition fondamentale dans son système : « Des biens actuels (ou présents) valent généralement plus que des biens futurs de même nature et en même nombre. »

Cette formule inattaquable est fondée sur la nature humaine. M. de Bohm-Bawerk la développe afin de la faire mieux comprendre et afin d'habituer l'esprit du lecteur à cette pensée vraie mais insuffisamment familière. Bien entendu, dit-il, les biens présents n'ont pas une valeur plus élevée que celle que ces biens futurs auront un jour, mais que celle qu'ils ont pour nous, dans notre estimation de l'heure présente. C'est par application de cette loi que nous préférons toujours posséder aujourd'hui 100 francs ou 100 quintaux de blé au lieu de les avoir dans un an et que nous préférons les avoir dans un an au lieu de les avoir dans deux, trois ou quatre.

Si nous nous demandons maintenant quelle est la cause de l'intérêt du capital, l'auteur répond : la différence de valeur qu'il y a entre les biens actuels ou présents et les biens futurs.

Le prêt à intérêt n'est qu'un simple échange de biens

(1) Voir son article : « Une nouvelle théorie sur le capital », dans la *Revue d'Économie politique*, 1889.

présents contre des biens futurs. Si j'emprunte 1.000 francs pour un an, j'échange en réalité 1.000 francs présents contre 1.000 francs de l'an prochain. Mais comme 1.000 francs présents valent mieux que 1.000 francs futurs, je devrai payer *quelque chose en plus* au créancier pour constituer l'égalité des valeurs ; au lieu de 1.000 francs, je lui donnerai, par exemple, 1.050 francs et *ce surplus sera l'intérêt*.

La théorie de M. de Bohm-Bawerk est ingénieuse, et l'explication qu'il donne de l'intérêt subtile, si subtile même que si l'on pousse un peu sa théorie, on arrive à ce résultat que l'intérêt n'est qu'une illusion créée par l'esprit humain, puisque, dit-il, « les biens présents n'ont pas une valeur plus élevée que celle que ces biens futurs auront un jour, mais que celle qu'ils ont pour nous dans notre estimation présente ».

Toutefois, cette théorie est utile en ce qu'elle nous montre toute l'importance du temps dans la formation de l'intérêt. C'est ce que nous verrons tout à l'heure.

Les théories que nous venons d'examiner ne sont vraies que relativement et n'expliquent pas tous les usages de l'épargne prêtée, c'est-à-dire les prêts de consommation : quand l'épargne louée est consommée pour le plaisir de l'utilité qu'elle procure, et les prêts de production : quand l'épargne est transformée en capitaux.

La théorie du service, formulée par Bastiat, explique ces deux espèces de prêt.

Dans sa discussion avec Proudhon sur la légitimité de l'intérêt, Bastiat, dans une de ses lettres envoyées au journal *le Peuple*, se demande si l'intérêt est légitime ? Oui, car le prêteur rend un service à l'emprunteur et tout

service mérite un équivalent. « Vous reconnaissez, écrit-il à Proudhon, que celui qui a prêté une maison ou une valeur quelconque a rendu un service dont il n'est pas rémunéré par la simple remise des clefs au terme ou le simple remboursement à l'échéance. Il y a donc d'après vous comme d'après moi *quelque chose* à stipuler en sus de la restitution. Nous ne pouvons pas nous accorder sur la nature et le nom de ce *quelque chose*, mais *quelque chose* est dû par l'emprunteur. Et puisque vous admettez, d'une part, la *mutualité des services* ; puisque, d'autre part, vous avouez que le prêteur a rendu *cet service*, permettez-moi d'appeler provisoirement cette chose due par l'emprunteur *un service*. » L'intérêt n'est pas autre chose que la rémunération du service rendu par le prêteur à l'emprunteur, de sorte que tout prêteur devra recouvrer à l'échéance : la valeur intégrale prêtée et la valeur du service rendu par le prêt.

Toute personne qui fait un prêt, — que l'épargne prêtée soit consommée et ensuite reconstituée (prêt de production), que l'épargne soit consommée et détruite définitivement (prêt de consommation), — rend un service à l'emprunteur et doit recevoir un équivalent en échange, autrement le prêt serait un *contrat de bienfaisance*, non un *contrat économique*.

Comme si le prêt d'une somme d'argent à un agriculteur ayant fait une mauvaise récolte ou à un individu malade, par cela même qu'il peut attendre sans mourir de faim la récolte prochaine ou la fin de sa maladie n'était pas un service ! Et quand l'emprunteur serait un dissipateur, le prêteur n'en aurait pas moins rendu un service, un mauvais service, qu'importe, — l'épargne n'est-elle pas ce

qu'il y a de meilleur et de pire? — ce service doit être payé et ce n'est pas l'emploi final d'une somme qui puisse en faire admettre ou non l'utilité. Autrement il en résulterait, en raisonnant par analogie, que le marchand de vin, selon que le vin vendu sert à désaltérer ou à enivrer, sera ou ne sera pas payé. Personne ne l'admettra, sinon, ce serait la généralisation de cette théorie spéciale du Code civil, qui exige que le mineur en cas d'argent prêté ne soit tenu qu'à concurrence de son enrichissement.

II

Nous venons de voir les différentes solutions proposées pour légitimer l'intérêt et nous savons peut-être maintenant pourquoi le prêteur est en droit d'exiger une somme d'argent de son emprunteur.

Mais si la question de la légitimité de l'intérêt est résolue, nous ignorons pourquoi le prêteur exige tantôt 6 p. 100, tantôt 3 p. 100 de son épargne prêtée. Il faut expliquer maintenant comment se détermine le prix du loyer de l'épargne, comment se règle le taux de l'intérêt. Il est nécessaire de le savoir, si nous voulons comprendre les variations du taux de l'intérêt.

Tout d'abord le taux de l'intérêt n'est pas le produit de la volonté du prêteur, de l'emprunteur ou du législateur.

Lorsque le prêteur loue son épargne, il ne peut décider lui-même de son loyer, autrement dit de la valeur du service qu'il rend. Le prêteur est obligé de se soumettre au taux courant, au prix du marché sur lequel il met à l'enchère son épargne existante avec celle des autres proprié-

taires. Sans doute le prêteur a une latitude pour l'élever légèrement, mais cette modification qu'il peut apporter est faible.

Le raisonnement est le même pour son partenaire. Lorsque l'emprunteur loue l'épargne, il ne peut imposer son désir, qui serait de payer un taux très faible. Il est aussi obligé d'admettre le taux courant.

L'État enfin n'a aucun pouvoir pour décréter tel taux d'intérêt en cherchant à l'abaisser, à l'élever ou le rendre fixe. Il est utile de le dire et on pourrait être persuadé du contraire en voyant les nombreuses lois et ordonnances qui de tout temps ont fixé le taux de l'intérêt. Quand Philippe-Auguste permettait aux juifs et aux lombards le prêt à intérêt à raison de 10 p. 100; quand Philippe le Bel fixait le taux de l'intérêt à 15 p. 100 pour les affaires traitées en foire et 20 p. 100 pour les affaires ordinaires, ces deux rois croyant en la vertu de leurs ordonnances tendaient à le faire monter. « A Bâle, dit le vicomte d'Avenel, vers le commencement du XVIII^e siècle, les établissements religieux et de bienfaisance se voyaient menacés de la ruine par la baisse du taux de l'intérêt; les pouvoirs locaux essayèrent de maintenir en leur faveur à 5 p. 100 l'intérêt qui tombait à 4 p. 100. » Ainsi, après avoir tenté d'abaisser le taux de l'intérêt au moyen âge, les administrations publiques croyaient devoir et surtout croyaient pouvoir l'élever (1). Inutile de dire qu'elles ne réussirent pas plus dans la seconde tentative que dans la première et que le seul résultat de leur action fut toujours nuisible à ceux qu'elles entendaient servir.

(1) D'AVENEL : *la Fortune privée à travers sept siècles*.

Comment se détermine le taux de l'intérêt? Comme tous les phénomènes économiques, il dépend pour partie des conditions très variées du territoire et du climat et pour partie de la volonté de l'homme modifiée par l'instruction et l'éducation. Le taux de l'intérêt n'est donc pas déterminé à priori, comme on pourrait être tenté de le croire, mais il est déterminé a posteriori. Ce n'est pas un corps simple mais *un corps composé* fait par superposition, une *résultante de différentes forces*. Il dépend du développement du pays, de son état de sécurité, de ses lois, de son gouvernement, de sa politique, de l'activité de ses habitants et il est en correspondance si intime avec ce milieu que le moindre fait qui le trouble, le trouble également. Le taux de l'intérêt est un produit du milieu social. Le taux de l'intérêt se décompose en trois sommes qui sont chacune la représentation de trois faits :

La première somme représente le service que rend le prêteur à l'emprunteur. *C'est le loyer net ou intérêt pur de l'épargne.*

La seconde somme est la traduction du temps. *C'est la somme ou prix du temps.*

A ces deux sommes il faut en ajouter une troisième, la *prime d'assurance* qui représente les risques pouvant frapper la somme prêtée.

L'addition de ces trois sommes nous donne le taux de l'intérêt. L'intérêt est donc bien un corps composé fait par superposition.

Nous allons étudier isolément ces différents éléments du taux de l'intérêt, c'est-à-dire en faire l'analyse exacte.

§ 1.

Le prêt de l'épargne est un service. Le prêt est utile à l'emprunteur. L'emprunteur peut en effet — si c'est un particulier, faire face à une maladie, attendre une bonne récolte, fonder une entreprise commerciale ou industrielle ; — si c'est un État, soutenir une guerre, combler un déficit budgétaire, faire des travaux publics. Il n'est pas dans les habitudes de la nature humaine de rendre des services gratuits, autrement le prêt perdant son caractère de contrat économique rentrerait dans le domaine des contrats sentimentaux et l'on prêterait par charité, par dévouement, par amitié. Ce service doit être payé. Le prix de ce service sera le *loyer net* de l'épargne que certains économistes appellent encore *intérêt pur*.

Comment se règle le prix de ce service ?

Le prix d'une marchandise dépend du degré d'utilité que la dernière quantité conserve pour l'acquéreur, c'est à-dire dépend de son utilité finale (1), le prix des services de l'épargne dépendra donc du degré d'utilité que la dernière quantité d'épargne offrira aux emprunteurs, ou en d'autres termes c'est le prix que les emprunteurs consentiront à payer pour la dernière quantité d'épargne qui fixe le prix du tout.

L'épargne est indispensable, sans elle les sociétés resteraient stationnaires, *mais la totalité de l'épargne existante* n'est pas toujours indispensable. On peut admettre par hypothèse qu'en France, actuellement, un tiers est

(1) Le mot utilité est ici employé dans un sens détourné de sa signification ordinaire et est synonyme de désirabilité.

nécessaire, un second tiers utile et le troisième presque superflu. De ces trois tiers, le premier nécessaire vaut plus que le second, le second plus que le troisième et le troisième très peu. Ces trois tiers ont une utilité décroissante.

Les sociétés, selon leur état de civilisation, les temps, les circonstances, possèdent ou ne possèdent pas ces trois tiers : les unes sont arrivées au premier, au deuxième ou au troisième tiers ; les autres sont revenues au second ou au premier tiers. Le loyer de l'épargne dépendant de l'utilité de la dernière quantité d'épargne, il en résultera que le loyer net de l'épargne (l'intérêt pur) sera bas si la société possède actuellement les trois tiers, plus haut si elle possède les deux tiers et très haut si elle ne possède que le premier tiers nécessaire.

Ainsi, *le loyer de l'épargne (l'intérêt pur) dépend de l'utilité finale de l'épargne. Comme cette utilité découle de la plus ou moins grande abondance de l'épargne et des besoins, le loyer de l'épargne est le rapport entre l'intensité du besoin qu'éprouvent les emprunteurs des services de l'épargne et la quantité d'épargne disponible. Il variera toutes les fois qu'un des termes ou que les deux termes du rapport varieront.*

§ 2.

L'épargne peut être prêtée pour un certain temps fixe : deux ans, cinq ans, dix ans ou même davantage ; pour un temps indéterminé comme dans le système des rentes amortissables et pour toujours, comme dans le système des rentes perpétuelles.

Plus la durée du prêt est longue, plus le prêteur devient exigeant et plus l'emprunteur cède facilement aux condi-

tions. S'il s'agit au contraire d'abandonner son épargne pour un temps très court, le prêteur la cède pour un intérêt minime, cela se comprend facilement. Le prêteur tient à jouir de son épargne, ce désir est contrarié s'il s'en sépare pour un temps considérable, la vie humaine est courte. De plus un préjudice éventuel peut résulter de cette dépossession. Par des circonstances imprévues toujours possibles, la situation du prêteur peut venir à changer, la somme d'argent prêtée pourra lui faire défaut et lui causer préjudice.

Cette éventualité est d'autant plus certaine que le prêt est effectué pour un long terme. Le prêteur demandera donc davantage selon la durée du prêt, *il fera payer le temps*, de sorte que les prêts à brève échéance seront faits à un intérêt plus bas que les prêts à longue échéance.

L'emprunteur de son côté, en cas de prêt de consommation ou de production, préférera un intérêt élevé mais un long terme; ce qui lui permettra ou de se libérer lentement, par petites fractions en prenant sur son gain quotidien, ou d'user le plus longtemps possible des services productifs de l'épargne.

Le temps est donc payé. C'est pour cette raison que les valeurs qui sont, comme on dit en langage de placements, facilement réalisables, telles que les fonds publics ou les valeurs mobilières industrielles, ne rapportent qu'un intérêt faible, toujours au-dessous de l'intérêt courant (1). Les

(1) J.-Bapt. Say avait déjà remarqué que la durée du prêt exerçait une influence sur le taux de l'intérêt :

« La facilité de pouvoir négocier sur place les effets au porteur des gouvernements modernes entre pour beaucoup dans le bas intérêt auquel plusieurs d'entre eux parviennent à emprunter. Les effets non négociables portent un intérêt plus fort. »

fonds publics d'États solvables et les valeurs mobilières industrielles connues, comme celles [des grandes compagnies de chemins de fer, sont en effet facilement négociables et le prêteur peut vite rentrer en possession de son avoir. Par contre, les fonds peu négociables, comme les hypothèques, ont un intérêt plus élevé, le prêteur devant attendre presque inévitablement l'époque de l'échéance pour rentrer en possession de l'épargne prêtée. S'ils veulent rentrer dans leurs fonds avant l'échéance, force leur est de négocier leurs titres à des conditions souvent désavantageuses. Il n'est donc pas étonnant que le capitaliste, sollicité par l'attrait des valeurs mobilières, n'accorde son concours au propriétaire qu'à des conditions plus dures.

Le prix du temps dépend du milieu social. Si, par exemple, l'héritage est protégé, ces considérations pourraient faire fléchir le prix du temps. Si on peut facilement céder les droits de créance et substituer à un premier prêteur des prêteurs successifs, comme par cette nouvelle possibilité de cession le prêt est effectué pour une durée beaucoup plus courte, le prix du temps aura une tendance à s'affaiblir. Dans tous les États civilisés la création des Bourses n'a pas peu contribué à la capitalisation très haute des valeurs mobilières, par contre à la diminution de l'intérêt qu'elles rapportent. Les Bourses en effet, en permettant aux prêteurs de transférer et de réaliser facilement leurs créances avant l'expiration du terme, ont multiplié le nombre des prêteurs et la concurrence qu'ils se font entre eux. Sans cette facilité de cession, beaucoup d'épargnes resteraient à l'état de réserves individuelles et ne deviendraient pas des capitaux actifs.

En résumé, *une certaine somme représentative du temps* doit s'ajouter au loyer net de l'épargne.

§ 3.

Le prêt de l'épargne, effectué pour un certain temps, rend l'emprunteur propriétaire de la somme prêtée jusqu'au jour du remboursement. Ce remboursement aura-t-il lieu? Ainsi le temps non seulement atteint directement l'épargne en ce qu'il en retarde la jouissance, mais encore indirectement en ce qu'il rend cette jouissance incertaine.

L'incertitude de la jouissance est relative à l'objet. Cette épargne prêtée peut périr totalement, en partie, ou ne pas être rendue à l'époque fixée par les parties. On tient compte de ces risques au moyen de *la prime d'assurance*. Cette prime d'assurance correspond à la possibilité que l'épargne prêtée ne soit pas rendue. Au loyer net de l'épargne et au prix du temps on ajoutera donc une certaine somme plus ou moins élevée selon les risques que l'épargne peut courir.

La fixation de la quotité de la prime d'assurance présente de grandes difficultés. L'appréciation des chances qu'a le prêt de n'être pas remboursé dans l'avenir est impossible d'une façon certaine, cette appréciation variera avec chaque prêteur et sera plus ou moins arbitraire. On peut cependant en analysant les différents risques courus se rendre compte de l'importance que peut avoir la prime.

La prime d'assurance se divise en deux parties inégales :

- 1^o L'une représentative des risques particuliers ;
- 2^o L'autre représentative des risques sociaux.

Par exemple un propriétaire d'épargne en prête une certaine quantité moyennant un intérêt déterminé. Cet intérêt comprendra la somme du service, la somme du temps et une prime d'assurance. Cette prime d'assurance se subdivise en deux sommes : l'une représente les risques découlant de la personne de l'emprunteur ou de la nature de son commerce ; à côté de cette somme s'en développe une autre qui dépend du milieu social : si dans le pays où ce prêt est effectué la justice est mal organisée et les droits de créance peu protégés, cette seconde somme pourra être élevée.

Ainsi il existe des risques qui dépendent des conditions particulières du prêt. *Les risques particuliers* proviennent — ou bien de la personne de l'emprunteur : est-il jeune ou vieux, est-il un commerçant avisé ou imprudent et audacieux, a-t-il fait ou n'a-t-il pas déjà fait de mauvaises affaires ? si l'emprunteur est en état, paie-t-il régulièrement les intérêts, n'a-t-il pas ses finances avariées ? — ou bien de la nature du commerce de l'emprunteur, de l'emploi auquel est destinée l'épargne empruntée : quoique les emprunteurs soient d'égale honorabilité, on exposera son épargne à des risques bien différents, suivant qu'on la prêterà à un propriétaire qui la destinera à son exploitation agricole, à un industriel ou un commerçant qui l'emploiera comme fonds de roulement : agent de change, marchand de soie, de coton, de laine, etc., ou à un État qui s'en servira à faire des travaux publics. Le prêt fait au propriétaire est peu exposé, la récolte peut être perdue, mais la terre subsistera et aura toujours une certaine valeur. Au contraire, beaucoup de commerçants ou d'industriels sont journellement exposés à une ruine com-

plète : les uns, les industriels sont à la merci d'une grève; les autres, les commerçants, basent leurs opérations sur le crédit, opèrent sur des valeurs bien plus élevées que celles qu'ils peuvent réellement garantir avec leurs ressources personnelles. Ils sont ainsi, eux aussi, à la merci d'une brusque variation des cours, qu'on peut souvent ne pas prévoir. Pour bien saisir ce phénomène des risques particuliers, nous allons en montrer un spécial, anormal, de façon à le voir, comme lorsqu'on regarde un détail au microscope, considérablement grossi. Il y a une trentaine d'années, j'ignore si cela se produit de nos jours, aux halles de Paris (1) des banquiers prêtaient le lundi une somme de 10 francs à des maraîchers ou à des marchands des quatre-saisons. Le lundi suivant, ces derniers leur rendaient 11 francs; ou s'ils gardaient les 10 francs leur remettaient 1 franc. Cette opération mettait le prêt à un taux d'intérêt d'environ 400 p. 100 par an et ce taux provenait de l'élévation énorme de la somme des risques particuliers. Le prêt fait au propriétaire aura donc une somme de risques particuliers moins élevée que celle du prêt fait au commerçant. Le législateur de 1807 (2) l'avait parfaitement compris en fixant l'intérêt civil à 5 p. 100 et l'intérêt commercial à 6 p. 100. Il se rendait compte de la différence des risques, mais dans son zèle de légiférer, il ne s'est pas aperçu que les risques étant illimités, la prime d'assurance et par conséquent le taux de l'intérêt devait être libre.

(1) Les choses ne se passaient pas autrement aux halles de Londres, de Berlin.

(2) Loi du 3 septembre 1807, abrogée sur certains points par la loi de janvier 1900.

A côté de ces risques particuliers, affectant les prêts d'une façon inégale et n'atteignant que certains groupes de prêts, il existe d'autres risques planant d'une façon uniforme sur tous les placements faits à une même époque, dans un même pays. Ce sont *les risques sociaux*. Ils sont dus à la nature du pays, au degré de moralité de ses habitants ; à ses coutumes et à ses lois ; à son organisation politique et sociale, enfin à sa situation économique du moment.

Afin de bien faire apprécier ces risques sociaux nous allons en donner aussi un exemple anormal, exagéré. En France, au moyen âge, les lois n'étaient pas constantes, leur application était soumise à l'autorité d'une seule personne dont la volonté était capricieuse et changeante, les contrats étaient livrés à l'arbitraire et le législateur ne craignait pas de mettre la loi au service de l'intérêt privé et de favoriser une classe au détriment de l'autre.

Il ne faut donc pas s'étonner de l'élévation de la somme des risques sociaux et du taux de l'intérêt par conséquent puisqu'elle en formait la partie principale. Avant 1475, le taux de l'intérêt dépasse 20 p. 100, ce qui donne à peu près 15 p. 100 de prime d'assurance ; après 1475, le taux de l'intérêt descend de 20 p. 100 à 15, 12, 10 et 8 p. 100, ce qui donne encore 10,7, 5 et 4 p. 100 de prime d'assurance. Il faut toutefois se méfier de la somme des risques sociaux au moyen âge. A cette époque lointaine, le prêt à intérêt n'était pas libre, cette somme des risques sociaux se trouvait par conséquent dans une situation anormale, et toute comparaison faite avec la prime d'assurance de nos jours est mauvaise, car les phénomènes comparés sont trop différents.

Actuellement la somme des risques sociaux est toujours élevée dans un pays agité jouissant d'une mauvaise justice comme la Turquie, ou dans un pays troublé, soumis à des révolutions périodiques et avec un gouvernement peu stable. Regardons en effet le taux de l'intérêt au Brésil et plus particulièrement le taux d'intérêt des fonds brésiliens, il est à peu près de 5,88 (le cours du 4 p. 100 varie entre 67 et 69). L'élévation de ce taux provient de la somme des risques sociaux.

Le Brésil qui avait échappé à la profonde décadence des Républiques hispano-américaines, grâce à un régime monarchique qui mettait le pouvoir à l'abri des compétiteurs, a fini cependant par succomber, le pays est en pleine anarchie et en peu d'années les gens au pouvoir ont tellement dilapidé le trésor que les impôts ont dû être augmentés de 60 p. 100.

Les risques particuliers et les risques sociaux, surtout les risques particuliers peuvent être singulièrement réduits au moyen de garanties spéciales telles que l'hypothèque ou la caution, données par le débiteur à son créancier et qui réduisent au minimum l'aléa du prêt. Ces garanties cependant, qu'elles soient réelles comme l'hypothèque ou personnelles comme la caution, tout en abaissant le *taux des sommes* du risque ne les font pourtant jamais disparaître, la meilleure hypothèque comme la caution la plus solvable ne peuvent supprimer absolument les risques. On pourrait faire observer que malgré cette diminution des risques, le prêt hypothécaire est pourtant toujours plus élevé que le taux courant de l'intérêt; cette anomalie provient tout simplement de l'élévation de la somme du temps; le prêt hypothécaire, tout en donnant

pleine sécurité au prêteur, n'est pas facilement réalisable et le prêteur ne trouve pas aisément à céder sa créance. Ce ne sera qu'avec la mobilisation de la propriété foncière, quand le porteur pourra négocier son titre comme un effet de commerce, que les deux taux pourront s'égaliser.

Le résultat de toutes ces garanties est de rendre uniforme pour toute une série de débiteurs la prime d'assurance et par conséquent de niveler le taux de l'intérêt pour tout un groupe de prêts. Le Crédit Foncier fait tous ses prêts à 4 p. 100 quel que soit l'emprunteur, la Banque de France a un seul taux d'intérêt pour les avances sur titres ; les Monts-de-Piété prélèvent également le même taux de 7 p. 100 pour les prêts.

Il serait nécessaire d'isoler la prime d'assurance des autres parties de l'intérêt, pour en faire comprendre toute l'importance, comme le chimiste isole dans la cornue les différents éléments d'un corps composé. Malheureusement la ligne de démarcation entre la prime d'assurance, l'intérêt pur et la somme du temps n'est indiquée par aucune marque pour l'observation directe, aussi est-il impossible de les montrer séparées. On peut néanmoins le faire par comparaison, en montrant la différence entre deux intérêts de même espèce, pris dans deux pays donnés, l'un remarquable par sa sécurité, l'autre remarquable par ses risques. Le surplus qui restera chez l'un sera évidemment la représentation des risques et donnera grosso modo la prime d'assurance. Si nous comparons par exemple, au 22 mai 1901, les intérêts des fonds publics de quelques États, nous trouvons une première catégorie formée par les États honnêtes et civilisés. Pour cette catégorie de fonds l'intérêt est à peu près de 3,38 p. 100. Il y a seulement

quelques anomalies : le cours du Consolidé anglais est tendu par les achats répétés des Caisses Publiques, par le jeu de l'amortissement et par la disette des fonds de réserve; le 3 p. 100 est dans le même cas, son cours est factice par suite des continuel achats de la Caisse des dépôts et consignations.

FONDS D'ÉTATS	COURS	TAUX DU REVENU	PRIME D'ASSURANCE
Angleterre 2 $\frac{3}{4}$ % . .	94 »	2 91	»
France 3 %	101 30	2 96	»
— 3 $\frac{1}{2}$ %	101 30	3 46	»
Allemagne 3 %	87 »	3 44	»
Norwège 3 $\frac{1}{2}$ %	97 »	3 62	»
Belgique 3 %	96 40	3 41	»
Suisse 3 %	100 »	3 »	»
Danemark 3 %	92 75	3 25	»
États-Unis 4 %	116 40	3 44	»
Taux moyen		3 38	
Italie 5 %	96 65	4 43	0 88
Espagne 4 %	71 82	5 56	2 31
Portugal 3 %	25 60	4 41	0 86
Argentin 4 % (1896) .	71 50	5 59	2 34
— 4 % (1900) .	70 20	5 69	2 44
Chinois 5 % (1898) . .	48 00	5 45	2 20
Serbe 4 % (1895) . . .	70 40	5 68	2 43

Ce revenu de 3,38 représente à peu près sur les grands marchés financiers et pour l'époque actuelle l'intérêt des prêts facilement réalisables et très sûrs. L'intérêt pur doit être à peu près de 3,25 ; la prime d'assurance est insignifiante pour les États qui ont toujours tenu honnêtement leurs engagements ; et le prix du temps très faible à cause de la facilité de cession des titres.

A côté de cette première catégorie, nous en trouvons une seconde composée d'États qui n'ont pas toujours tenu très exactement leurs engagements ou qui ne jouissent pas d'une grande sécurité intérieure ou extérieure. Les titres italiens qui rapportaient 5 p. 100 en sont venus par des réductions successives à ne plus rapporter que 4 p. 100 ; si nous admettons que l'intérêt net est de 3,25 leur prime d'assurance sera de 0,88 p. 100. Les créanciers de l'Espagne se sont vu autrefois réduire les intérêts que le gouvernement s'était engagé à payer, ils peuvent donc avoir quelque crainte pour l'avenir, aussi la prime d'assurance des fonds publics espagnols sera très élevée, de 2,31 p. 100. Le Portugal a fait banqueroute, aussi le 3 p. 100 portugais a une prime d'assurance de 0,86 p. 100. Enfin la République Argentine est agitée par des révolutions, et ses finances sont en mauvais état, la Chine est mal administrée, la Serbie a une situation extérieure peu sûre, les fonds publics de ces pays auront donc une prime d'assurance fort élevée. (Voir le tableau ci-dessus.)

Ainsi la prime d'assurance est variable, elle peut être très forte dans certains cas, très faible dans d'autres, mais elle ne peut être trouvée mathématiquement, les hommes évaluant selon leur disposition d'esprit et selon

les circonstances cette prime qu'ils croient devoir exiger pour se dessaisir de leur épargne.

Nous avons fini l'analyse de l'intérêt et l'étude des différents éléments qui le composent : une première somme nécessaire, l'intérêt pur, qui constitue en quelque sorte le noyau de l'intérêt, autour de laquelle viennent s'ajouter et se développer suivant les circonstances deux autres sommes : la somme du temps et la somme des risques. En fait, ces trois sommes ne sont jamais séparées, mais intimement réunies, ce n'est que par une abstraction analytique que nous les avons séparées ; le tout, l'addition de ces trois sommes, donne le taux de l'intérêt tel que nous le voyons exister dans une société vivante, c'est-à-dire le taux de l'intérêt brut.

Ce taux d'intérêt brut s'oppose à l'intérêt pur qui ne saurait exister que dans une société idéale où l'on ne tiendrait compte ni des mœurs, ni de l'espace, ni des risques, ni du temps.

CHAPITRE II

DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT

Si nous consultons l'histoire économique d'un pays quelconque, aux différentes périodes de sa vie, nous voyons que le taux de l'intérêt n'est jamais le même : à certaines époques nous le voyons monter à 6 et 8 p. 100 ou même davantage, se tenir pendant un certain temps à cette hauteur, puis ensuite redescendre lentement à 5, 4 et 3 p. 100, quelquefois plus bas encore, pour remonter plus tard. A ne considérer par exemple qu'une seule espèce de prêts : les prêts faits à l'État, et plus particulièrement les prêts faits à l'État français durant le XIX^e siècle, sur lesquels nous avons les renseignements les plus précis (1), nous remarquons que leur taux de négociation change. En 1816-1817 la Restauration emprunte à 8 et 9 p. 100. Treize ans plus tard, le 12 janvier 1830, elle n'emprunte plus qu'à 3 p. 100. Pendant l'année 1848

(1) *Histoire de la dette publique en France*, par VUHRER, 1886, t. II.

les emprunts furent négociés à 6 p. 100 et pendant tout le second empire à un taux variant de 4,50 à 5 p. 100. En 1871-1872, le gouvernement de la Défense Nationale emprunte à 5 et 6 p. 100 et de nos jours le gouvernement pour solder les frais de l'expédition de Chine à 3 p. 100. Ainsi la marche du taux de l'intérêt n'est pas uniformément régulière mais variable, et si nous voulions la représenter par une courbe, nous obtiendrions une ligne extrêmement sinueuse.

I

Pourquoi le taux de l'intérêt est-il de 6 p. 100 à telle époque et de 3 p. 100 à telle autre, ou en d'autres termes pourquoi l'intérêt varie-t-il ?

Nous avons vu au chapitre précédent que le taux de l'intérêt est formé par la réunion, par la superposition de trois éléments : la somme du service, la somme du temps et la somme des risques. Ces trois sommes sont très différentes. L'une, la somme du temps est fixe. Elle varie sans doute avec la longueur des prêts, mais elle est toujours déterminée de la même façon par les hommes puisqu'elle représente le temps immuable et que les jours, les mois et les années qui le divisent, résultant de lois cosmiques nécessaires permanentes, sont invariables. Cette somme ne peut que faire naître, à une même époque, une différence de taux entre les prêts à court et à long terme. C'est ainsi, et nous l'avons déjà dit, que le taux des prêts hypothécaires, à un moment donné et dans tous les pays, est plus élevé que le taux des fonds publics très sûrs, car les

uns sont difficilement négociables et les autres immédiatement. Quant aux deux autres sommes : la somme du service et la somme des risques, provenant de forces inégales et changeantes, elles sont essentiellement variables. Ce sont *les variations séparées ou synchroniques de ces deux sommes* qui font varier par correspondance le taux de l'intérêt et produisent sa marche capricieuse.

Les variations du taux de l'intérêt sont ainsi une conséquence des variations des éléments qui le composent et comme ces éléments eux-mêmes sont conditionnés par des forces variant avec le milieu social, le problème des variations du taux de l'intérêt, par suite de la mutuelle dépendance des phénomènes économiques, s'étend, s'élargit et rentre dans l'étude des variations de ce milieu. Cela confirme ce que nous avons dit de l'intérêt, quand nous l'avons représenté comme « une résultante, un produit du milieu social ».

Devant la diversité, la connexité, l'enchevêtrement des causes, l'interdépendance des phénomènes économiques il nous est impossible de concevoir le mécanisme des variations du taux de l'intérêt sans chercher à expliquer le mécanisme des variations des sommes du service et des risques. Mais nous ne comprendrons ce dernier mécanisme qu'en analysant les variations plus simples des forces qui le produisent et notre méthode sera de remonter aux variations initiales afin de faire saisir les variations finales.

Nous allons étudier successivement les variations de la somme du service et des risques.

II

Dans la formation de l'intérêt, la somme la plus importante, qui constitue et qui devrait toujours constituer (il n'en a pas été ainsi au moyen âge) le noyau de l'intérêt, est la somme qui traduit le service de l'épargne ou intérêt pur. Le taux de l'intérêt pur est déterminé, comme le prix d'une marchandise, par l'accord, sur le marché de l'épargne, des emprunteurs et des prêteurs. Le taux est un rapport entre l'intensité des besoins des emprunteurs et la quantité d'épargne disponible, par conséquent le taux de l'intérêt pur variera toutes les fois qu'un des termes ou que les deux termes du rapport varieront, c'est-à-dire toutes les fois que l'offre et la demande varieront.

Les variations de l'offre et de la demande donnent naissance à six situations : trois par l'élévation du taux de l'intérêt pur, et trois par sa diminution. Lors d'une élévation du taux de l'intérêt pur à 5, 6, 7 p. 100 :

1° Ou bien la demande a augmenté dans de plus grandes proportions que l'offre : c'est ce qui se produit en général quand l'activité des affaires et la productivité des capitaux sont grandes, c'est une des principales causes de la hausse de l'intérêt vers le milieu du XIX^e siècle.

2° Ou bien la demande est toujours la même, mais c'est l'offre qui a baissé par suite d'un ralentissement ou d'une destruction de l'épargne. Cette situation se présente au lendemain d'une guerre, d'une révolution ou d'une époque où la sécurité a fait défaut : par exemple après les Cent-

Jours, le gouvernement de la Restauration fit plusieurs emprunts à un taux très élevé, ce taux s'explique par la faiblesse de l'offre, le pays était épuisé, si épuisé que Louis XVIII dut même négocier plusieurs de ses emprunts à l'étranger. Ainsi une hausse du taux de l'intérêt n'indique pas toujours que l'épargne est plus demandée, elle peut aussi indiquer que l'épargne devient plus rare.

3° Il est également logique de conclure que l'action simultanée, que la concurrence de ces deux faits : raréfaction de l'épargne, augmentation de la demande, aurait pour effet de faire monter l'intérêt pur à un taux encore plus élevé. C'est ce qui eut lieu vers 1763 en Angleterre après la guerre heureuse que termina le traité de Paris. Le taux de l'intérêt, qui venait de traverser une crise, se trouva fort bas, il monta de 3 p. 100 à 6 p. 100 et ce mouvement de hausse se continua jusqu'au milieu du XIX^e siècle grâce aux guerres de l'Empire et à la découverte de la machine à vapeur. En effet les conquêtes importantes que l'Angleterre venait de faire, toutes les colonies qu'elle avait prises à la France ouvraient une nouvelle carrière au commerce et à l'industrie, la demande devint plus forte, le taux de l'intérêt pur s'éleva. En même temps, les guerres que fit l'Angleterre entraînant une importante déperdition d'épargne en rendirent une nouvelle reproduction plus difficile, l'offre de l'épargne diminua et le taux de l'intérêt pur monta davantage (1).

(1) Nous verrons au chapitre suivant que le cours des fonds d'État ne peut pas donner le taux de l'intérêt courant ; *il aide* toutefois à faire saisir les variations de l'intérêt. La baisse des rentes d'un pays sous un régime de paix sera donc *souvent* le signe d'une grande activité économique, partant d'une hausse de l'intérêt. En effet, l'épargne déserte la rente nationale pour s'intéresser aux affaires

Lors d'une diminution du taux de l'intérêt à 4, 3 p. 100 nous trouvons les trois situations inverses.

1° La demande a baissé alors que l'offre reste constante. C'est l'explication de la crise que traversa le taux de l'intérêt au XVIII^e siècle, de 1730 à 1760. Il tomba fort bas sur les principales places de l'Angleterre, de l'Allemagne, de la Hollande, parce que la stagnation des affaires diminuait sensiblement la demande.

2° La demande reste stationnaire, mais l'épargne s'accroît et l'offre augmente : c'est une des causes de l'avisement du taux de l'intérêt à la fin du XIX^e siècle.

productives. A ce point de vue la baisse de la rente anglaise à partir de 1733 est caractéristique et nous prouve la vérité du phénomène que nous venons d'expliquer.

ANNÉES	COURS maximum	COURS minimum	COURS moyen	TAUX de l'intérêt
1730-1733	106 1/2	97	101 75	2 97
1736-1760	97	75	86 "	3 48
1761-1765	95 1/2	61	78 25	3 97
1766-1770	94	77	88 1 2	3 40
1771-1773	91 1/4	78	84 "	3 57
1776-1780	89	59	74 "	4 05
1781-1785	73	53 1/2	63 "	4 78
1786-1790	81 1/4	67 3/4	74 "	4 05
1791-1795	84	69	76 "	3 94
1796-1800	"	"	57 "	5 26
1801-1805	"	"	62 "	4 83

Roscher confirme aussi cette baisse. *Principes d'économie politique*, traduit par WOLOWSKI, page 120.

Voir aussi MALTHUS: *Principles*, édit. Guillaumin, 1846, page 253.

3° La demande diminue en même temps que l'offre augmente. C'est l'explication parfaite de la baisse de l'intérêt qui s'est produite chez les nations riches de l'Europe, à partir de 1875.

L'énumération de toutes ces situations nous donne la *description*, non la *cause intime* des phénomènes de hausse ou de baisse du taux de l'intérêt pur. En effet, la loi de l'offre et de la demande, regardée pendant si longtemps comme la clef d'or de la théorie des prix, n'explique rien. Ce n'est qu'une formule vague de la manière dont s'opèrent les variations des prix mais elle ne donne nullement la cause de ces variations. Pour expliquer ces phénomènes il ne suffit pas de les décrire superficiellement, il faut aller plus en avant, car en économie politique les phénomènes les plus complexes ne sont en réalité que des dérivés de phénomènes antérieurs, par suite d'une division de plus en plus grande du travail de répercussion et de corrélation des actions incidentes. La question est de savoir pourquoi à tel moment le nombre des offreurs s'est trouvé accru ou celui des demandeurs et pourquoi le désir des uns et des autres s'est augmenté jusqu'à tel ou tel point.

Pourquoi, l'offre et la demande ne se font-elles pas toujours équilibre ?

Ce manque d'équilibre provient essentiellement de la mobilité des forces qui agissent sur les idées des offreurs et des demandeurs : épargne, sécurité, productivité et consommation des capitaux. Ces forces (bien entendu, ce sont des symboles au moyen desquels nous nous représentons la réalité) sont très variables, s'accroissent ou

diminuent et ne sont jamais entre elles dans des relations fixes. L'offre et la demande qui sont leurs résultantes doivent inévitablement varier.

Nous allons analyser successivement l'offre et la demande.

§ 1.

L'offre se compose de l'épargne-capital (1), c'est-à-dire de toute l'épargne disponible que les prêteurs destinent aux emprunteurs. Cette épargne-capital comprend seulement la monnaie et les titres de crédit *disponibles*, car l'épargne est toujours offerte ou demandée sous la forme de monnaie (ou de ses équivalents en titres de crédit), le prêteur en général ne pouvant créer par l'épargne des capitaux en nature, mais seulement un capital argent et l'emprunteur voulant toujours toucher de l'argent plutôt que des capitaux en nature qui pourraient ne pas s'appliquer aux usages qu'il désire.

Dans la formation du taux de l'intérêt pur, on voit que ce sont seulement *les capitaux disponibles* qui exercent une influence directe ; dès que le capital disponible est immobilisé ou capitalisé il perd son influence. Remarquons toutefois que les capitaux fixes, par leur abondance ou leur rareté, exercent une influence indirecte sur le taux de l'intérêt. L'anéantissement d'une portion considérable des capitaux fixes d'un peuple aurait pour effet — d'abord de diminuer la production générale de l'épargne, donc de diminuer l'offre, par conséquent de faire

(1) Nous appelons épargne-capital les capitaux disponibles en quête d'emploi, pour ne pas les confondre avec les capitaux employés dans la production.

hausser l'intérêt — ensuite d'augmenter la demande par leur reconstitution, par conséquent de faire encore hausser l'intérêt.

L'épargne-capital qui constitue l'offre est sujette à de nombreuses fluctuations. Ces fluctuations influent sur le taux de l'intérêt pur qui baisse avec son accroissement, reste constant pendant son repos et s'élève avec sa diminution, toutes choses égales d'ailleurs.

Pour montrer ces fluctuations, nous allons montrer la genèse de l'épargne.

L'épargne-capital ne peut prendre corps et se développer que sous certaines conditions économiques, psychologiques et sociales, que nous diviserons, afin de faire parfaitement saisir les étapes de la formation de l'épargne-capital : en conditions d'existence de l'épargne-capital et conditions de développement.

Les conditions d'existence de l'épargne-capital sont au nombre de deux :

1° Une condition économique : *un supplément dans la production*;

2° Une condition psychologique : *un esprit de prévoyance et de persévérance*.

L'homme travaille, produit, consomme. A la fin de ce cycle, suivant sa fécondité de travail ou sa faiblesse de consommation, il reste un résidu, un *supplément dans la production*. Ce supplément constitue la base même de l'épargne-capital, qui ne saurait naître sans lui. Ainsi l'homme pour épargner doit non seulement avoir pourvu à son nécessaire, mais encore avoir une production plus grande que sa consommation. Il en est de même pour une nation : celle-ci comme un particulier doit, pour épargner,

avoir des revenus annuels qui dépassent les besoins de sa consommation, et c'est même cette condition qui paralyse l'essor de l'industrie dans les sociétés primitives.

Après l'élément matériel de l'épargne vient son élément moral, sa condition psychologique. Ce supplément de production étant créé, il faut que les hommes soient doués — d'une part, *d'un esprit de prévoyance assez grand* pour comprendre que ce surplus, leur travail ne pouvant pas toujours les nourrir, doit être conservé en prévision des besoins futurs — d'autre part, *d'un esprit de persévérance* pour continuer leur tentative et ne pas dissiper les sommes épargnées, puisque l'épargne individuelle formée lentement par la constante économie des moindres parcelles, par leur apport continu à la masse est toujours disponible pour les dépenses imprévoyantes ou inutiles aussi bien, il est vrai, que pour les nécessités urgentes.

Il y a des causes physiques et psychologiques qui nuisent à l'épargne; par exemple : un abus dans la consommation ou un arrêt dans l'activité productive peut le faire disparaître. Souvent dans l'histoire des sociétés, on en voit qui s'appauvrissent, soit à la suite d'un brusque déplacement de fortune, soit par l'effet d'une guerre, soit par un développement excessif des goûts de luxe dans les classes qui habituellement capitalisent, soit enfin par les actes d'un gouvernement qui, par l'impôt, absorbe toutes les épargnes et au delà. Alors le taux de l'intérêt s'élève d'une façon normale et permanente par suite de l'absence ou de la raréfaction continue de l'offre.

Par contre, certaines influences morales poussent dans les sociétés civilisées au développement de l'épargne.

L'éducation en répandant les habitudes de prévoyance a fait pénétrer le goût de l'épargne dans des couches où elle était autrefois inconnue.

Un supplément de production est donc obligatoire pour que l'épargne se forme, mais l'épargne n'est pas proportionnelle à ce supplément.

L'épargne-capital, une fois formée, ne peut vivre et se développer que si les parcelles qui la composent trouvent dans le milieu social où elles se forment des conditions favorables de développement. Les conditions sociales du développement de l'épargne sont au nombre de deux :

1° La sécurité ;

2° La facilité des placements.

De même qu'il est nécessaire, pour que la vie matérielle d'un individu soit possible, qu'il existe un milieu favorable dans lequel la vie soit possible, de même il y a une atmosphère sociale en l'absence de laquelle la vie sociale, la vie économique ne se conçoivent pas ou se conçoivent mal. Cette atmosphère sociale est *la sécurité* en l'absence de laquelle il est difficile à l'épargne de se développer. Dans les pays où la sécurité est faible, où la propriété privée n'est pas respectée, l'épargne est rare, se cache, se dissimule, passe à l'étranger dans des régions plus calmes ou disparaît complètement, car chacun avide de jouir consomme davantage. Nous n'insistons pas sur l'importance de la sécurité, nous la retrouverons plus tard dans l'analyse de la somme des risques.

Une fois que l'épargne est formée et qu'un certain degré de sécurité lui a permis de se développer, il faut pouvoir

la *placer* (c'est-à-dire la prêter). Nous avons vu, en effet, que si l'épargne n'est pas prise rapidement pour être placée, elle disparaîtra rapidement. Or, il y a souvent discordance entre celui qui forme l'épargne et celui qui doit l'employer. La quantité d'épargne formée ne correspond pas à celle demandée et celui qui économise ne peut former un gros capital. Il est donc utile qu'il y ait un système très perfectionné de placement de l'épargne. A ce point de vue, le *xix^e* siècle a vu des progrès énormes dans le placement rapide et facile de l'épargne formée. Les occasions de placement qui autrefois manquaient et obligeaient beaucoup de gens à thésauriser, s'offrent à tout venant, surtout si l'on veut se contenter d'un intérêt modique, préférable encore à l'absence d'intérêt. Les nombreuses Caisses d'épargne, les Caisses postales, l'accroissement énorme des valeurs mobilières, les émissions d'emprunts publics ou municipaux, les toutes petites coupures de ces titres qui descendent jusqu'à 100 francs, souvent au-dessous (on peut acheter 2 fr. 50 de rente de l'emprunt tonkinois à 82 francs), la variété des sociétés anonymes, la diversité des actions et obligations, les assurances sur la vie et leurs combinaisons, les grandes banques et leurs succursales, la coopération appliquée à l'épargne : des apprentis capitalistes se groupent pour former des économies considérables, et acheter des valeurs ou des immeubles. Cet appareil perfectionné a encouragé l'épargne et facilité toutes les classes sociales à sa formation et à son placement.

Nous avons assisté à la formation de l'épargne et à sa disparition dans le placement. Dans la pratique cette formation se produit plus ou moins facilement, selon qu'elle

a lieu, comme l'a fait remarquer de Thünen (1), sur un bon ou mauvais sol, sous un climat rude ou doux, sous un gouvernement despotique qui opprime ses sujets par les impôts ou sous un régime qui laisse dominer la liberté et la légalité. Ainsi il suffit souvent d'un changement de gouvernement, d'une découverte en agriculture pour modifier la marche de l'épargne. L'État peut aussi, suivant sa politique financière, intérieure ou extérieure, exercer une influence énorme sur l'épargne d'un pays. De nos jours les attaques répétées et continues contre le capital et ses détenteurs, les projets d'impôts sur le revenu ont provoqué un exode (léger, il est vrai) des capitaux, L'impérialisme en Angleterre, aux États-Unis, la tension des rapports diplomatiques en Europe ont augmenté dans une large mesure les dépenses militaires des États et ont eu pour résultat de ralentir la formation de l'épargne. Au contraire une politique de paix comme celle qui eut lieu en France sous la première et la seconde Restauration produit l'effet opposé. L'offre de l'épargne, sous l'influence des forces qui la produisent, a donc une tendance à varier et sa marche présente des ondulations dont les sommets indiquent les époques de surabondance.

§ 2.

Nous allons étudier maintenant la demande, cette force composée qui fait varier le taux de l'intérêt pur, par son continuel antagonisme avec l'offre. La demande comprend

(1) *Le Salaire naturel et son rapport au taux de l'intérêt* (traduit par Volkoff), Guillaumin, 1837, p. 102.

toute l'épargne que désirent les emprunteurs, soit pour la destiner à la production en la transformant en capitaux, soit pour la détruire définitivement en la consommant. Elle se subdivise donc en deux parties : les *emprunts de production*, les *emprunts de consommation*. Ce sont ces deux espèces d'emprunt que nous allons analyser.

Les emprunts de production dépendent essentiellement de la productivité du capital. Un capital est productif quand il procure de grands bénéfices à son propriétaire. Mais comme ce bénéfice est la mesure du service rendu à la société par celui qui met en œuvre les capitaux, il en résultera que la productivité d'un capital dépend des services qu'il rend à la société. Une ligne télégraphique ou téléphonique rend moins de services qu'une ligne de chemins de fer de grande communication, l'argent employé à la construction d'une ligne télégraphique rapportera donc moins que celui employé à la construction de la ligne Paris-Lyon-Méditerranée.

Les emprunteurs-entrepreneurs ne louant l'épargne (c'est-à-dire le capital qu'elle renferme) que pour les profits qu'elle procure, le nombre et la puissance des emprunts de production sont naturellement réglés par la productivité des capitaux, c'est-à-dire par les bénéfices que les emprunteurs peuvent retirer d'un capital placé dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie. Plus ces bénéfices sont élevés en moyenne, plus les capitaux sont recherchés par les hommes entreprenants, qui, espérant de larges profits, sont disposés à rémunérer les capitaux qu'ils empruntent. Si un capital employé au défrichement, à la mise en culture d'un sol neuf ou fertile, à l'outillage industriel d'une région rapporte 14 p. 100, la demande,

tant que les terrains ne sont pas appropriés et la région outillée, sera forte.

Les entrepreneurs, en effet, pouvant donner aux prêteurs un intérêt élevé, loueront l'épargne à n'importe quel prix, à condition toutefois que ce loyer n'absorbe pas tous les profits. N'oublions pas que la limite maxima de l'intérêt dans les prêts de production s'arrête toujours un peu au-dessous des profits espérés. Aussi, ne devons-nous pas nous étonner, par exemple, de l'élévation du taux de l'intérêt des prêts fonciers en Tunisie et en Algérie, à la Martinique et à la Guadeloupe, en Indo-Chine (1). Dans ces contrées neuves, servies par un climat exceptionnel, les terres produisant sans engrais d'abondantes récoltes, souvent même de doubles récoltes, procurent de grands profits. C'est par ces motifs que l'ordonnance du 7 décembre 1835 a déclaré libre le taux de l'intérêt dans les possessions françaises du nord de l'Afrique (2), et que la loi du 3 septembre 1807 n'a pas été promulguée dans les colonies (3). Mais si le capital est employé au défrichement d'un sol de qualité inférieure, en amendements variés

(1) Ce taux est de 9,20 pour les prêts faits à la Martinique, à la Guadeloupe, à la Réunion par le Crédit foncier colonial. Rappelons que cette société créée en 1863 pour prêter aux propriétaires de ces trois colonies, a fait des prêts, depuis son origine jusqu'au 31 décembre 1882, pour une somme totale de 52.372.500 francs.

JOSSEAU : *Traité du crédit foncier*, 3^e édition, t. II, p. 136.

(2) En l'absence de convention, l'ordonnance fixe le taux légal à 10 p. 100, tant en matière civile qu'en matière commerciale. La loi du 27 août 1881 a réduit ce taux légal à 6 p. 100.

(3) En l'absence de législation spéciale et de règlements locaux, l'intérêt est laissé à la libre fixation des contractants. Nous avons dit que le Crédit foncier colonial prêtait à la Martinique, à la Guadeloupe, à la Réunion, au taux de 9,20 p. 100.

pour accroître la production d'un sol épuré, ou à l'outillage des zones secondaires et tertiaires d'un pays, comme ces entreprises ne donnent que de maigres bénéfices, la productivité du capital sera seulement de 7, 6, 5 p. 100 et la demande diminuera dans de grandes proportions.

Ainsi, plus la productivité est grande, plus la demande est forte, plus le taux de l'intérêt pur s'élève et inversement. M. P. Leroy-Beaulieu considère la productivité des capitaux comme le grand principe directeur du taux de l'intérêt : « Dire que le taux de l'intérêt dépend de la productivité moyenne des nouveaux capitaux créés dans un pays ou successivement dans le pays, c'est émettre à la fois une proposition scientifique et d'une grande importance pratique, car elle permet au savant de faire des prévisions certaines sur la marche du taux de l'intérêt dans l'avenir et dans ces différentes contrées (1). »

Il ne faut pas exagérer l'importance de cette découverte. Elle est vraie pour la période actuelle de l'industrie moderne. Mais une proposition ne peut être scientifique que si elle s'applique en tout temps et en tout lieu. Or, cette proposition ne peut s'appliquer à l'époque troublée du moyen âge et de la Renaissance. A cette époque le principe directeur du taux de l'intérêt était la sécurité.

Cette productivité des capitaux va-t-elle baissant comme M. P. Leroy-Beaulieu le prétend ?

La productivité des capitaux varie capricieusement et si nous l'analysons elle se décompose en deux éléments très variables :

(1) LEROY-BEAULIEU, *op. cit.*, t. II, p. 133.

1^o Acquisition de connaissances nouvelles dans l'agriculture, le commerce ou l'industrie ;

2^o Application des connaissances acquises dans tous les pays.

L'*acquisition des connaissances* dépend essentiellement des découvertes susceptibles de généralisation dans toutes les branches de la production. Elle est aussi variable que l'esprit d'invention qui procède par saccades et soubresauts dans ses manifestations. Toute poussée importante de progrès technique rend la productivité des capitaux créés très forte, partant le nombre des emprunts de production augmente et la demande de l'épargne s'élève. Ainsi la découverte de la machine à vapeur, sa généralisation pour les transports sur terre et sur mer, a fait naître sur les marchés du monde civilisé une demande de capitaux qui depuis 1840 a absorbé 20 milliards environ.

Mais cette productivité des capitaux créés ne peut se développer, subsister et durer que par *l'application générale dans tous les pays civilisés des connaissances acquises*. Selon que cette application est lente ou rapide, la production des capitaux créés restera normale ou ira baissant ; si la construction des chemins de fer en France avait duré un siècle au lieu d'un demi-siècle, l'intérêt ne serait pas remonté à partir de 1850 de 4 à 6 p. 100. Quand cette application sera générale, c'est-à-dire quand les changements seront entièrement accomplis, alors la productivité des nouveaux capitaux créés diminuant, les emprunts de production seront plus rares et la demande de l'épargne plus faible.

Cette application des connaissances acquises qui multi-

plie les entreprises sur tous les points d'une région civilisée, qui développe dans une large mesure beaucoup de celles qui existent et qui absorbe d'une façon continue des sommes considérables, est variable. L'esprit d'entreprise la conditionne. Cet esprit d'entreprise d'une part est plus ou moins lent suivant la race : en France par exemple le mouvement en faveur de l'application de la machine à vapeur à l'industrie et de l'extension des chemins de fer a été peu rapide par suite des aptitudes héréditaires de la race ; d'autre part cet esprit d'entreprise varie, s'accroît et se décourage suivant les tendances générales de la société : par exemple les entreprises sont plus difficiles à fonder et à gérer devant le nombre croissant des grèves et le progrès constant du socialisme ; il est naturel de penser que c'est une des causes principales du déclin momentané de l'activité commerciale et industrielle française.

Ainsi la productivité des capitaux est variable ; elle fait naître une période d'activité caractérisée par l'abondance des transactions, la hausse des prix, une forte demande d'épargne et une hausse de l'intérêt ; à cette période en succédera une de moindre activité marquée par la pénurie générale des affaires, une dépréciation des produits, une demande faible de l'épargne et un avilissement du taux de l'intérêt. On ne peut empêcher ces périodes de prospérité et d'embarras, c'est une des lois du mouvement évolutif des sociétés.

De nos jours les emprunts de production, sont plus nombreux qu'autrefois dans l'antiquité et le moyen âge, ils constituent une portion importante de la demande, la demande subira donc (et le taux de l'intérêt par corres-

pondance) toutes les fluctuations liées à la productivité des capitaux. C'est pour cette raison que M. P. Leroy-Beaulieu a considéré cette productivité comme le grand principe directeur de la marche de l'intérêt *dans ses grandes lignes et dans les temps modernes*. Nous avons vu que ce n'était qu'une vérité relative.

La deuxième source de la demande, les emprunts de consommation dépendent dans un pays donné de causes multiples, difficilement analysables, telles que la température, la fécondité du sol, le travail et l'épargne des habitants, le gouvernement et la politique intérieure ou extérieure. Dans l'agriculture par exemple et pour un produit déterminé, le vin, lorsque les récoltes donnent un profit suffisant, les propriétaires n'emprunteront pas pour vivre. Mais au contraire si, par suite de circonstances exceptionnelles : chaleur et pluies espacées, la récolte a été trop abondante (1), il y aura mévente et avilissement des prix. C'est ce qui se passe aujourd'hui en Algérie et dans le midi de la France. Le propriétaire sera donc forcé d'emprunter pour attendre la prochaine récolte plus rémunératrice peut-être. On peut prétendre que ce malaise sera très atténué si les habitants de la région sont prévoyants et ont épargné au temps des bonnes récoltes. Dans un autre ordre d'idées, si le gouvernement est sage, plus porté à une direction tranquille des affaires qu'à une

(1) Sans le crédit, le propriétaire, après sa récolte, ne peut le plus souvent attendre un moment favorable pour la livrer au commerce car il doit subvenir aux besoins de sa famille, et il est obligé de se défaire de sa marchandise en temps inopportun. La conséquence, c'est que souvent les années d'abondance ne donnent même pas aux cultivateurs les moyens de réparer les dettes des années de disette. Le propriétaire est donc *obligé d'emprunter souvent*.

activité brouillonne ou à des conquêtes dangereuses, il n'y aura pas de guerres ou d'expéditions lointaines dont le résultat final se traduit par des emprunts répétés et l'amointrissement de la richesse du pays.

Les emprunts publics en effet, contractés d'ordinaire dans les temps difficiles, sont faits à un taux d'intérêt extraordinairement élevé. Cela influe aussitôt sur le taux de l'intérêt en général, au grand préjudice des entrepreneurs que le déplacement de beaucoup de capitaux a déjà mis dans une position très défavorable. A la longue le taux de l'intérêt stipulé par la dette publique n'exerce plus d'influence sur l'intérêt, du moment que le créancier ne peut en demander le remboursement. La dette publique prend alors le caractère de *capital fixe*, dont la valeur échangeable s'établit sur le rendement annuel multiplié par le taux de l'intérêt courant. C'est ce qui s'est produit par exemple en 1815 à la liquidation de l'Empire, et en 1871 à la liquidation de la guerre avec la Prusse. (Voir chap. III, des Variations du taux de l'intérêt pendant le XIX^e siècle, page 77.)

Ainsi les emprunts de consommation constituent dans la demande une portion fixe, qui peut, sous l'influence de circonstances nombreuses, s'accroître fortement. Nous devons en tenir compte, sous peine à certain moment de ne pouvoir expliquer l'élévation du taux de l'intérêt.

L'étude de l'offre et de la demande, l'une représentée par l'épargne, l'autre par les emprunts de production et de consommation, est achevée. Nous voyons que les deux termes ne sont jamais entre eux dans des rapports fixes. Quand la demande, surtout quand la productivité des capitaux baisse, l'épargne fait surproduction, mais elle

s'arrêtera car le taux de l'intérêt baissant la découragera; l'épargne deviendra insuffisante, le taux de l'intérêt s'élèvera et si à ce moment la demande augmente, il s'élèvera encore d'avantage; l'épargne de nouveau sera encouragée et le cycle recommencera.

C'est la réaction ou la discordance de ces deux termes qui produit la hausse et la baisse de l'intérêt pur, et par conséquent du taux de l'intérêt, puisque le mouvement s'il est violent se communique à tout l'ensemble. Il n'est pas toujours possible de voir rapidement la réaction se produire, la cause provient de ce qu'un des termes, l'épargne, est relativement constant tandis que l'autre, la demande, est très variable par suite de sa liaison étroite avec la productivité des capitaux.

III

Nous avons examiné une des causes des variations du taux de l'intérêt : l'augmentation ou la diminution d'un de ces éléments, l'intérêt pur; il nous faut examiner la deuxième : l'élévation ou l'abaissement de la somme des risques.

Dans l'analyse du taux de l'intérêt et plus spécialement de la prime d'assurance nous avons vu que cette prime se décomposait en deux parties : l'une représentant les risques particuliers et l'autre les risques sociaux. Les risques particuliers découlent de la personne de l'emprunteur ou de la destination du prêt, ils varient donc avec chaque emprunteur ou pour chaque prêt et leur traduction : la somme des risques particuliers, ne pourra, en variant,

qué faire varier l'intérêt de certains prêts ou certains groupes de prêts de même nature. Ainsi le phénomène des variations des risques particuliers est *circonscrit, local*, ne s'étend pas à travers la couche générale des prêts et ne pourra jamais faire varier le taux d'intérêt de tous les prêts d'un pays à une même époque.

Quant aux risques sociaux, ils sont généraux et affectent la prime d'assurance de tous les prêts d'un pays à un moment donné. Ce sont ces risques sociaux qui font varier le taux de l'intérêt.

Il va donc falloir employer notre méthode habituelle et remonter à la cause originelle : les variations de la sécurité sociale.

La sécurité est un produit de l'évolution sociale. Une preuve suffisante de cette origine se trouve dans ce fait bien constaté qu'elle fait défaut à la naissance même des sociétés primitives tant que le développement des conditions économiques d'une vie collective n'est pas suffisant pour permettre l'éclosion de ses premiers rudiments. L'histoire nous apprend en même temps que la sécurité se développe parallèlement au progrès de l'organisation sociale : la société protège d'abord la vie humaine, c'est sa première fonction, cette protection s'étend ensuite aux capitaux, puis aux droits de créance, enfin à des droits plus contestés, tels que les inventions et la propriété littéraire. C'est l'explication des variations de la sécurité suivant les temps et les lieux par suite de sa dépendance des conditions et circonstances qui l'engendrent. C'est ce qui nous explique aussi que la sécurité a été le principe directeur de l'abaissement du taux de l'intérêt dans les temps modernes.

Puisque la réalité des faits observés nous oblige à voir dans la sécurité un effet naturel de la vie sociale, la sécurité sera conditionnée par le milieu social et soumise à ses variations. Ainsi, la sécurité, étroitement solidaire de la société, doit nécessairement varier avec chaque civilisation. Autrefois, pendant toute la durée du moyen âge, la sécurité fut très faible. En 1188, tous les croisés furent dispensés de payer l'intérêt de leurs dettes particulières et obtinrent un délai de trois ans pour s'acquitter du principal. Des mesures analogues furent adoptées contre les juifs et les usuriers en 1223, en 1229, en 1331 à la demande formelle de la noblesse. Enfin le prêt était défendu par l'Église. Il est logique de supposer que le taux de l'intérêt, à cette époque où les questions de parti et de religion pénétraient les questions économiques, où les lois et l'administration non seulement ne protégeaient pas l'exécution des engagements, mais encore les violaient, monta très haut par suite de l'accroissement de la prime d'assurance. A cette époque, c'était la somme des risques qui formait l'appoint principal du taux de l'intérêt. Mais cette époque troublée du moyen âge est anormale et nous ne retrouverons que rarement le taux de l'intérêt dans une pareille situation. Désormais les variations de la prime d'assurance ne dépasseront pas 3 ou 4 p. 100.

De nos jours, avec le progrès de la civilisation, la sécurité devient plus grande et ce développement de la prime d'assurance, cette excroissance énorme d'une partie de l'intérêt au détriment des autres n'existe plus. Il s'est produit un changement, un déplacement dans les éléments du taux de l'intérêt et il est revenu à la situation qu'il

occupait avant le moyen âge dans les civilisations méditerranéennes. Actuellement, les mouvements de l'insécurité sont moins amples qu'au moyen âge, plus brusques et plus courts et se produisent seulement dans un état, une région déterminée. Il en résulte que les anomalies de la prime d'assurance ne se présentent plus d'une façon aussi violente au point de donner un taux d'intérêt de 15 à 20 p. 100.

L'insécurité est un facteur important. Elle exerce une double influence sur le taux de l'intérêt; en premier lieu elle raréfie l'épargne et tend à faire monter le taux de l'intérêt pur, en second lieu elle grossit la prime d'assurance et la concurrence de ces deux faits donne une élévation plus accentuée du taux de l'intérêt.

La sécurité est le bien que l'humanité a mis le plus de temps à conquérir et c'est ce qui a le plus retardé ses premiers progrès. La sécurité progresse avec la civilisation et nous sommes aujourd'hui dans une phase de plus grande sécurité. Malgré la perfectibilité de la sécurité, une croyance à la suppression des risques sociaux, partant de la prime d'assurance, est bien incertaine. Si nous réfléchissons que les États arriérés nous offrent des exemples de faible sécurité et si surtout nous tenons compte de la résurrection de l'insécurité dans les régressions plus ou moins passagères des sociétés quand éclatent les révolutions et vivent les passions sociales, ne devient-il pas impossible de nier les variations de la sécurité. Ces variations existeront toujours par l'effet des actions et réactions des hommes les uns sur les autres, par suite des conditions et des nécessités de leur vie en commun. Le présent apporte avec lui, en échange des injustices et des risques qu'il fait disparaître, une somme égale de nouveaux risques et de

nouvelles injustices. Enfin, les époques de troubles, de guerres, de misère ont tant de fois succédé aux époques de paix et de prospérité qu'il est difficile de croire que les peuples vont s'orienter vers un avenir plus sûr.

La prime d'assurance varie avec la sécurité et toutes les fois qu'elle augmentera ou diminuera, l'intérêt, si son mouvement est suffisamment prononcé, haussera ou baissera.

IV

Les variations de l'intérêt pur ou de la prime d'assurance constituent les *variations simples* de l'intérêt. Ces variations simples du taux de l'intérêt sont caractérisées par l'augmentation ou la diminution *isolée* de l'intérêt pur ou de la prime d'assurance.

Il arrive souvent que l'accroissement ou l'abaissement de l'intérêt pur coïncide avec l'accroissement et l'abaissement de la prime d'assurance. Les variations de ces deux éléments existent en même temps et dans le même sens. Nous assistons alors au phénomène des *variations synchroniques* du taux de l'intérêt. Ce qui les caractérise, c'est qu'elles abaissent ou élèvent le taux de l'intérêt d'une façon plus sensible.

On a vu ce phénomène des variations synchroniques se produire pendant les années 1848 et 1849. La révolution de 1848 par le trouble qu'elle jeta dans les esprits et les affaires exerça sur l'intérêt une influence considérable. Il se produisit une diminution du crédit, chacun retira l'épargne de l'état actif pour la mettre sous forme expectante, la monnaie, car chacun, se défiant de l'avenir, éprouva le

besoin d'avoir sous la main une forte réserve de monnaie plus considérable qu'à l'ordinaire, l'offre faiblit. Les affaires diminuèrent, la demande des capitaux fut moins grande, mais la première force fut plus violente, et l'intérêt pur monta. Ensuite, sous l'influence de l'élévation des risques sociaux, la prime d'assurance s'éleva. La concurrence des ces deux variations fit monter très haut le taux de l'intérêt.

Ainsi le taux de l'intérêt n'est pas l'œuvre du hasard ou d'une volonté aveugle, il est le produit des forces qui règnent dans le milieu social; forces abaissantes, telles que la puissance de l'épargne, la sécurité, un gouvernement stable, l'improductivité des capitaux; forces ascendantes, telles que la faiblesse de l'épargne, l'insécurité, la productivité des capitaux, les guerres, l'extension des emprunts, la croissance des budgets, l'activité des affaires. Toutes ces forces pèsent sur le taux de l'intérêt, tendent à l'élever ou à l'abaisser et en vertu du principe que les mathématiciens appellent composition des forces, leur conflit donne comme résultat une force unique de direction qui sera, tant que ces forces agiront dans les mêmes proportions, la marche du taux de l'intérêt.

Mais le milieu social n'est pas fixe et immobile, il est entraîné tout entier par un mouvement général qui le modifie lentement et qui produit un changement, un déplacement de toutes ces forces. Toutes ces forces étroitement liées entre elles, dépendant mutuellement les unes des autres, ne peuvent jamais rester dans des relations fixes; les unes s'accroissent, les autres faiblissent; dans ce cas elles se contrarient et se neutralisent les unes les autres, de petites vibrations agitent seulement l'intérêt,

il n'en résulte aucun mouvement considérable, c'est ce que nous voyons se produire tous les jours. Mais à d'autres moments — ou bien chacune de ces forces s'accroît ou faiblit d'une façon exagérée et produit ce que nous appellerons une *oscillation simple* — ou bien toutes ces forces s'accroissent ou faiblissent à la fois, et leurs effets s'ajoutant, se superposant les uns sur les autres, accentuent le mouvement et donnent comme résultante une *oscillation composée* et qui peut avoir une grande ampleur, dans ce cas nous touchons à une crise de l'intérêt. Quand la période de l'oscillation est ascendante l'intérêt monte, mais à cette évolution succède une dépression (1) par suite d'une oscillation descendante et l'intérêt baisse. C'est la succession de ces oscillations simples ou composées qui constitue les variations de l'intérêt.

Il n'est pas toujours possible de voir ces variations se produire rapidement, les mouvements sociaux sont très lents, la seule preuve que nous en avons, c'est que l'intérêt varie.

Les variations de l'intérêt dépendent des mouvements séparés ou synchroniques de l'intérêt pur et de la prime d'assurance.

(1) C'est ce que M. Pontus E. Fahlbeck appelle des *variations compensatrices*. A la suite d'une forte variation supérieure ou inférieure, vient immédiatement une variation analogue en sens opposé.

« *De la régularité dans les choses humaines ou les types statistiques et leurs variations*, paru dans *J. S. S. de Paris*, année 1900. »

CHAPITRE III

DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT EN FRANCE DE 1800 A 1900

L'étude de l'intérêt et de ses éléments nous a conduit à la conclusion suivante : le taux de l'intérêt, étant la résultante de forces inégales et changeantes, varie.

Il faut maintenant soumettre cette conclusion au contrôle de l'expérience en examinant les états successifs d'un pays dans son évolution à travers le temps, et voir s'ils sont caractérisés par un niveau différent d'intérêt. Notre conclusion, si elle est juste, ne peut que gagner à cette épreuve.

Nous étudierons la marche du taux de l'intérêt en France durant le XIX^e siècle.

Il est nécessaire d'étudier la marche de l'intérêt durant un si grand espace de temps, les variations de l'intérêt sont très lentes et dans une société en mouvement, les points de hausse les plus élevés et les points de baisse les plus bas ne sont atteints qu'au bout d'un certain nombre d'années.

I

Mais avant de commencer cet examen historique, comme il n'existe pas un taux idéal d'intérêt représentant le taux exact de l'intérêt d'une époque, il est nécessaire de préciser, devant la diversité des prêts, quelle catégorie de placements nous envisagerons quand nous parlerons de la hausse ou de la baisse de l'intérêt. Ce ne sera ni le taux du revenu des fonds publics français, ni celui des obligations industrielles ou financières, ni celui des prêts hypothécaires.

Nous allons en indiquer les motifs.

En France beaucoup de personnes sont persuadées que le taux normal de l'intérêt est indiqué par le taux de la rente française et prennent par exemple la hausse de cette valeur comme critérium de la baisse de l'intérêt. Aucune raison ne justifie cette idée. La rente française, comme les fonds publics des États de premier ordre, ne donne *qu'imparfaitement le taux normal de l'intérêt d'une époque*, sa demande étant *faussée* par des avantages et des circonstances particulières qui la font rechercher pour d'autres causes que l'intérêt qu'elle rapporte. Le revenu de la rente française est dispensé de l'impôt sur les valeurs mobilières, elle sera choisie de préférence à une obligation rapportant mais ne donnant pas un intérêt supérieur. C'est un fond sûr, très facile à négocier sans perte sensible sur les cours et qui permet à son propriétaire de réaliser facilement son capital. Pour cette raison beaucoup de particuliers se font une réserve, en plaçant une partie de leur avoir en rente française. Elle est en outre indiquée par la loi pour servir de placement aux

mineurs ou aux incapables. Enfin ce fonds d'État obéit moins que d'autres à la loi de l'offre et de la demande, cette loi étant en quelque sorte faussée par l'obligation qu'ont certains établissements publics de placer toute une partie de leur fortune en rentes sur l'État. Ainsi dans ces dernières années, on peut penser que le taux de la rente a été surélevé par les achats continus de la Caisse des dépôts et consignations opérés principalement pour le compte des caisses d'épargne. La rente française s'est déclassée en ce sens qu'elle sort des portefeuilles du public pour entrer dans une caisse unique. La loi de l'offre et de la demande ne s'exerce plus, et toutes les fois que le public vend de la rente, par cette raison bien simple que l'argent va aux placements avantageux, la Caisse des dépôts et consignations l'achète. Ce sont ces achats systématiques qui tendent le taux de la rente française (1).

(1) Ce qui montre que le taux de l'intérêt de la rente n'est que l'ombre, le reflet adouci du loyer de l'épargne, c'est qu'il aurait dû s'élever depuis le jour où la baisse de l'intérêt commencée en 1876 s'est arrêtée. Or, c'est presque le contraire qui est arrivé. Alors que les rentes étrangères baissaient sensiblement, la rente française restait stationnaire. Voici un tableau comparatif du taux des rentes françaises, anglaises et allemandes depuis quatre ans :

ANNÉES		3 % français	2 3/4 anglais	3 % prussien	3 % allemand
décembre	1897	101 95	112 3/8	98 »	97 90
	1898	101 55	109 3/4	96 »	95 »
	1899	100 26	104 1/2	94 10	91 »
	1900	99 55	99 »	88 »	88 »
	1901	101 20	91 15/16	»	»

Ainsi il est exact que lorsque les rentes étrangères subissaient la loi naturelle du taux de l'argent et se cotaient depuis 1897 à un cours décroissant, la rente française a vu ses cours à peine modifiés durant la même période.

Il est donc impossible de choisir le taux de la rente française comme critère du loyer de l'épargne, mais il faudra toutefois tenir grand compte en général de ses fluctuations. « La rente, dit en effet M. Rouvier, est le régulateur de toutes choses. Quand elle arrive à ne plus rapporter que 3 p. 100, le taux du loyer de l'argent est par là même dominé, réglé. » Cette valeur nous servira donc un peu de « baromètre » et son taux d'intérêt, bien que *l'ombre* de l'intérêt d'une époque, nous donnera par ses fluctuations une indication précieuse sur les variations du taux de l'intérêt.

Le taux du revenu des obligations financières ou industrielles (1) ne peut également nous donner le type de l'intérêt normal : les unes, comme les obligations des grandes compagnies de chemins de fer dont le revenu est garanti par le gouvernement, comme les obligations émises par les grandes villes, comme les obligations émises par le Crédit Foncier, sont très sûres et par conséquent fortement capitalisées pour les mêmes motifs que la rente française ; les autres, comme les obligations industrielles françaises ou étrangères, ont une prime de risques fort élevée qui augmente leur taux de revenu. Ces deux groupes de valeurs ne peuvent nous fournir chacun qu'un taux extrême, partant anormal (2).

Le taux d'intérêt des prêts hypothécaires entre parti-

(1) Nous ne raisonnons que sur les obligations qui seules donnent un intérêt et non sur les actions qui donnent un dividende, or, le dividende n'est qu'un profit qui varie avec les bénéfices de l'entreprise.

(2) Au mois de novembre 1901, on cotait à la Bourse :

Oblig. Orléans 2 1/2 % 1895 . . .	408	» ce qui donne un revenu de	3 06
» P.-L.-M. 2 1/2 %	412 25	»	» 3 03
» Ville Paris 2 %, 1899 (Métr.)	416 75	»	» 2 40

culiers se rapprocherait davantage de ce taux, malheureusement ces prêts, nous l'avons dit maintes fois, ont de graves inconvénients. Les prêteurs sur hypothèque ne peuvent compter sur un remboursement facile de leur créance; s'ils veulent rentrer dans leurs fonds avant l'échéance force leur est de négocier leur titre à des conditions souvent désavantageuses, outre les retards auxquels ils sont exposés pour la perception de l'intérêt ou pour la restitution du capital à l'expiration de la durée du prêt. Il n'est donc pas étonnant que les possesseurs d'épargne sollicités par les avantages que leur assurent les titres d'obligations n'accordent leur concours au propriétaire qu'à des conditions assez dures (1). Aujourd'hui

Oblig. Foncières 3 % 1879 lots .	508	»	ce qui donne un revenu de 2 95 %
Oblig. Moulins de Corbeil 4 1/2 %	484	»	ce qui donne un revenu de 4 64 %
» Comp ^{te} cent ^{le} du gaz 5 %	546	»	» » 4 84
» Electr. (sect. pl. Clichy) 5 %	1020	»	» » 4 90
» Thomson-Houston 5 %	505	»	» » 4 95
» De Dion, Bouton et C ^{ie} 4 %	400	»	» » 3 »
» Eaux Châtel-Guyon 4 %	300	»	» » 6 66
» Decauville (soc. n ^{le}) 4 %	240	»	» » 8 33
» G ^d e assoc ^{on} de tract. 4 %	160	»	» » 12 50
» Jardin d'acclimat. 4 %	151	»	» » 16 55

En consultant ces deux groupes opposés de valeurs, nous voyons qu'à mesure que les risques augmentent, l'intérêt est de plus en plus fort, et on assiste d'une façon saisissante au développement croissant de la prime d'assurance.

(1) Cette concurrence des valeurs de bourse est justement la cause du discrédit actuel des placements hypothécaires. Ces prêts vont se raréfiant de plus en plus, car le capitaliste, en présence des nombreux avantages que lui assurent les titres d'obligations, comme la réalisation immédiate, ne veut pas risquer son argent dans un prêt hypothécaire à long terme. Actuellement la dette hypothécaire est stationnaire en France par suite de cette influence.

Voir la *Dette hypothécaire et les résultats des institutions de crédit foncier en France et à l'étranger*, p. E. BESSON, J. Société de statistique de Paris, année 1900.

encore, malgré la baisse du loyer de l'argent et la réduction du taux de l'intérêt légal, les prêteurs sur hypothèque, surtout ceux des campagnes, stipulent communément un intérêt de 5 p. 100. M. Emmanuel Besson, dans une enquête locale qu'il fit, prétend que ce taux excessif n'a pas cessé d'être en vigueur dans la plupart des départements du centre de la France et du Sud-Ouest (1). Dans quelques régions plus favorisées, principalement les grandes villes, l'intérêt des prêts sur hypothèque tend à s'abaisser à 4,50 et même à 4 p. 100, mais ce fait *n'est qu'une exception*, surtout en ce qui concerne les opérations de crédit garanties par la propriété rurale. Ainsi l'on se tromperait fort en jugeant le taux actuel de l'intérêt par celui des prêts hypothécaires consentis dans les grandes villes et l'on ne pourrait apprécier sainement la baisse du taux de l'intérêt qui s'est produite en France depuis 1876.

Comme il est impossible de trouver une nature de prêts pouvant nous donner le type *de l'intérêt normal* (2), par cela même que tous les prêts ne peuvent être dégagés des circonstances extérieures qui les faussent, il nous faut choisir ce type de l'intérêt non pas dans tel placement en particulier mais « *dans la moyenne des placements de bonne qualité que peut faire un homme prudent* ». En France par exemple, le taux de l'intérêt à l'heure actuelle

(1) Emmanuel Besson, opinion citée.

(2) Ce n'est que par abstraction qu'on peut imaginer un taux unique de l'intérêt sur le marché de l'épargne. En réalité, il y a souvent autant de taux que de contrats de vente, et les taux réels oscillent autour d'un taux moyen qui lui-même n'est pas constant et varie avec le temps. C'est ce taux moyen que nous appelons *l'intérêt normal* d'une époque.

est à peu près de 3,70 p. 100, bien que le principal fonds public français, le 3 p. 100, ne rapporte que 2,96 p. 100, mais d'un autre côté on peut placer sur hypothèque ou faire des prêts à l'industrie à 4 et 4,50 p. 100.

II

Le xix^e siècle se divise en quatre périodes très distinctes et très nettes :

Au début du siècle, de 1800 à 1821, nous voyons une période de hausse du taux de l'intérêt, provoquée principalement par la raréfaction de l'épargne, née des troubles de la Révolution, et par la demande importante qui se place devant cette offre. C'est durant l'année 1815 que se place le point de la crise de l'élévation du taux de l'intérêt.

A cette hausse succède, de 1821 à 1845, une baisse continue du taux de l'intérêt, pendant la longue paix des deux Restaurations. Le stock de l'épargne est reconstitué, devant une demande insuffisante pour l'absorber complètement.

A partir de 1845, le taux de l'intérêt réagit. Une hausse persistante, causée par la révolution industrielle moderne, commence et continue jusqu'en 1868. La guerre de 1870, par la grande consommation de capitaux qu'elle fait, prolongera cette période jusqu'en 1875.

A partir de 1875, nous entrons dans une période de baisse très accentuée du taux de l'intérêt. La cause en est dans l'augmentation incessante du stock de l'épargne, et dans l'improductivité des nouveaux capitaux créés.

Dès 1898, cette baisse semble vouloir s'arrêter et le taux de l'intérêt s'élève même légèrement. Nous allons étudier successivement toutes ces périodes.

§ 1.

De 1800 à 1821, le taux de l'intérêt fut très élevé, il varia de 6 à 8 p. 100 et donna un taux d'intérêt normal d'environ 7 p. 100. Le synchronisme des forces sociales : faiblesse de l'épargne, insécurité, état de guerre, activité économique, est la cause de l'élévation du taux de l'intérêt. L'offre est très faible, la demande de capitaux très grande, la somme des services s'élève, le taux de l'intérêt monte, mais en même temps l'instabilité politique, l'état de guerre, les risques des affaires élevant également la prime d'assurance, le taux de l'intérêt monte davantage.

Dans les premières années du XIX^e siècle, de 1800 à 1805, le taux de l'intérêt se tient très haut. Il fut à peu près à 10 p. 100. Nous en voyons la preuve dans la faiblesse du cours du 5 p. 100 consolidé qui donne *un taux moyen* de capitalisation de 9 p. 100.

Tableau A

Cours du 5 0/0 consolidé (1800-1806)

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	TAUX moyen de capitalisation
1800-1801	68 »	47 37	42 68	44 65
1802-1803	66 60	47 »	56 80	8 85
1804-1805	63 30	54 90	57 60	8 82
1806-1707	93 40	60 40	76 90	6 54

Ce n'était pas seulement le taux de l'intérêt des fonds publics qui était élevé, ce qui se comprendrait puisque les rentiers étaient mal payés, mais encore le taux d'intérêt des prêts ordinaires. Cela est certain, bien que les renseignements matériels nous fassent défaut. Nous en voyons la preuve dans le discours de M. Maleville, sur la liberté du taux de l'intérêt, lors de la discussion du titre du prêt du Code civil. « Il suffit du reste de la triste expérience que nous avons faite et de ce qui se passe chaque jour sous nos yeux, pour savoir s'il est bien utile de laisser le taux de l'intérêt à l'arbitraire des conventions et de ne pas fixer au moins une mesure à ces conventions. A-t-on jamais vu en France l'intérêt porté à un taux aussi scandaleux que depuis que la Convention a lâché législativement cette déclaration imprudente que l'argent était une marchandise ? (1) » En tenant compte de l'exagération des termes du discours de Maleville, exagération nécessaire pour faire admettre ses idées, il nous faut reconnaître que le taux de l'intérêt était haut.

Cette élévation s'explique par la rareté de l'épargne. La Révolution, par les troubles qu'elle causa, par les atteintes qu'elle porta à la sécurité des personnes et des biens, avait fait disparaître, volatiliser l'épargne.

En même temps l'Assemblée constituante en supprimant : « les droits sur les consommations », en ne composant le revenu public que de contributions directes, prenait le peu qu'il en restait par la fixation exagérée de ces contributions, et même devant l'insuffisance de ces

(1) *Travaux préparatoires du Code civil* par A. FENET, t. XIV, p. 436 et 437.

révenus, par un impôt forcé et progressif (1) qui mettait les classes aisées dans la pauvreté et les autres dans la misère. L'épargne existante avait complètement disparu. Elle ne pouvait se reformer, car l'industrie auparavant stagnante, ensuite désorganisée par les mesures sages mais trop brusques de la Convention, subissait une crise et ne fournissait plus ce supplément dans la production de la richesse que nous avons vu être l'élément nécessaire de toute épargne. Mais dès 1800, la réorganisation de nos finances : le 22 septembre les rentes françaises, au lieu d'être payées en assignats ou en bons que les rentiers donnaient en paiement de leurs contributions ou négociaient sur la place à une perte plus ou moins grande suivant le cours, sont payées en numéraire effectif, la création de la Banque de France, l'organisation administrative de la France, l'organisation judiciaire et la confection des codes, en un mot l'existence d'un gouvernement stable et plus juste calme les esprits après les craintes causées par les assemblées révolutionnaires.

Nous en voyons le reflet d'une part dans le fait suivant : la loi du 24 août 1806 avait créé 60 millions de bons de la Caisse d'amortissement à divers intérêts, l'opération eut un succès complet (2), et d'autre part dans la hausse continue de la rente 5 p. 100. (Voir tableau B.) A partir de 1806, l'épargne commence à revenir, à se former, à

(1) « Un emprunt forcé et progressif, déplorable ressource, desséchait tous les canaux de la circulation et condamnait la classe industrielle à la misère en paraissant n'appeler que les riches à la contribution nécessaire. » *Note historique sur les finances de la France de l'an VIII, au premier avril 1815*, par le duc DE GAËTE, membre de la Chambre des députés, 1818, p. 20.

(2) DE GAËTE, *opinion citée*, p. 176.

vivre, à se placer et en fécondant l'agriculture et l'industrie, nous fait assister à un magnifique essor agricole et industriel (1).

Tableau B

Cours du 5 0/0 consolidé (1805-1812)

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	TAUX moyen de l'intérêt
1804-1805	63 30	51 90	57 60	8 82
1806-1807	93 40	60 40	76 90	6 51
1808-1809	88 15	76 25	82 20	6 08
1810-1811	84 50	77 70	81 10	6 16
1812-1813	83 60	47 50	65 55	7 62
1814-1815	81 65	45 »	63 35	7 93

Avant 1789, les privilèges féodaux, tous les droits qui gênaient l'exploitation du sol, enfin des impôts exagérés avaient mis l'agriculture dans un état déplorable (2). La noblesse, ayant cessé d'administrer la terre, n'était plus représentée auprès des populations rurales que par des régisseurs chargés de prélever ses droits pécuniaires et en compensation des charges qu'elle imposait ne donnait plus de garanties. La noblesse avait même cessé de dépen-

(1) Pour comprendre et apprécier cet essor agricole et industriel de la France, de 1800 à 1820, il faut lire les deux volumes du comte CHAPTAL, *l'Industrie française en 1819*, et *l'Industrie française en 1789* par E. LEVASSEUR.

(2) Voir *les Origines de la France contemporaine et l'ancien régime*, par H. TAINÉ, 4^e édition, 1887, p. 441.

Voir également *l'État de la France en 1789*, par C. BOITEAU.

La France industrielle en 1789, par E. LEVASSEUR, parue en 1865.

ser sa fortune au milieu de ses tenanciers, et depuis qu'elle suivait la cour, les campagnes subissaient le malaise et l'inertie dont les avait frappées cette désertion des propriétaires nobles que nous appelons l'absentéisme. L'effet de toutes ces causes réunies était dans un grand nombre de provinces, celles du centre surtout, le plus affligeant dépérissement de l'agriculture. Arthur Young (1), l'homme qui a le mieux vu et le plus sérieusement étudié la France agricole du siècle dernier, comparant l'état des campagnes de l'Angleterre à celles de la France, fait de celles-ci une description navrante (2). Il remarque des étendues de terres abandonnées et incultes auprès des châteaux des grands seigneurs, la malheureuse préférence des nobles pour s'entourer de bruyères, de landes, de fougeraies, de forêts bien peuplées de gibier, l'aspect morne des routes et l'indifférence du paysan à l'amélioration d'une propriété qui le ruinait. Mais la Révolution arrive, délivre la propriété de charges, de servitudes considérables et affranchit l'agriculture de toutes entraves par la libre circulation des grains. L'émiettement des terres commencé avant 1789 s'accélère et faisant passer la terre aux mains des cultivateurs double le nombre des propriétaires. L'impôt, si pesant sous l'ancien régime, réparti proportionnellement, allège le paysan qui peut emprunter, se libérer et économiser. Les meilleurs procédés de culture se généralisent. Aux assolements grossiers succèdent des assolements perfectionnés, les terres en jachère diminuent, on ameu-

(1) Arthur YOUNG, *Voyages en France*.

(2) « On s'étonne qu'un peuple si nombreux soit nourri, lorsque la moitié ou le quart des terres arables est occupé par des friches stériles. » Arthur YOUNG, *opinion citée*, t. III, p. 137.

blit le sol, on le fume, on lui fournit la somme d'engrais nécessaire, la pomme de terre se répand, les prairies artificielles prennent une grande extension et l'agriculture se développe à un tel point que Chaptal peut dire en 1819 (1) : « Si on compare l'agriculture à ce qu'elle était en 1789, on sera étonné des améliorations qu'elle a reçues ; des récoltes de toutes espèces couvrent le sol, des animaux nombreux et robustes labourent et engraisent la terre. »

L'industrie ne fait pas moins de progrès que l'agriculture et si nous comparions ces deux branches de la prospérité publique, l'avantage resterait encore à la première.

Il faut remonter également un peu haut pour comprendre ce mouvement. L'impulsion donnée par Colbert à l'industrie se ralentit après sa mort. La révocation de l'Édit de Nantes fit émigrer nos meilleurs ouvriers. « La guerre, les embarras des finances obligèrent le gouvernement à se créer des revenus qui portèrent surtout sur l'industrie. » Enfin les successeurs du grand ministre aggravant les règlements de fabrication, ne s'aperçurent pas que ces instructions nécessaires pour établir, consolider et généraliser une industrie naissante étaient passagères et ne devaient pas être toujours maintenues. Aussi l'industrie française, subitement ralentie, restait stationnaire, subissait des crises fréquentes (2), voyait ses débouchés se

(1) *De l'industrie française en 1819*, par le comte CHAPTAL, ancien ministre de l'intérieur, paru en 1819, p. 153, t. I.

(2) Dans la seconde moitié du XVIII^e siècle, l'industrie subit plusieurs crises violentes, notamment en 1752, en 1756, en 1784. A un moment, l'intensité du mal fut telle qu'une foule d'ouvriers affamés ne trouvèrent d'autres ressources que dans le métier des armes et que la seule ville de Rouen vit les recruteurs lui enlever 10.000 ouvriers en quinze mois.

Voir E. LEVASSEUR, *opinion citée*, p. 27.

fermer et dépérissait sans profiter des découvertes nouvelles tandis que celle de nos voisins la supplantait et marchait à grands pas vers la perfection. Mais la Révolution éclate et l'industrie est libre dans ses procédés, libre dans sa fabrication, libre dans ses envois puisque les douanes intérieures supprimées laissent les marchandises circuler librement dans tout le royaume. Après la tourmente, débarrassée des règlements qui l'avaient retenue captive pendant plus d'un siècle, elle se relève pour regagner la distance perdue et se mettre au niveau des pays qui l'avaient dépassée. Nous allons donc assister pendant vingt ans, malgré la guerre, malgré les troubles de la Restauration, à une si belle efflorescence que Chaptal pourra dire en 1819 : « On se demande un peu comment un peuple en guerre avec toute l'Europe, séquestré des autres nations, déchiré au dedans par des dissensions civiles a pu élever son industrie au degré où elle est parvenue (1). »

Ce qui caractérise ce mouvement, c'est l'application des arts mécaniques et chimiques à l'industrie.

La manufacture vivait sur de vieux procédés. L'outillage était grossier, des rouages en bois et de lourds engins composaient le matériel, il fallut le remplacer (déjà l'Angleterre nous avait précédé depuis quarante ans) et y substituer la mécanique moderne. Des établissements immenses se formèrent et se remontèrent de toutes parts : filatures de coton qui grâce au métier mécanique d'Arkwright devinrent une de nos branches d'industrie les plus importantes et remplacèrent le coton filé au rouet dans les campagnes ; fabriques de drap pour supplanter

(1) CHAPTAL : *De l'industrie française en 1819*, t. I, p. 37.

es draps anglais qui affluaient non seulement en France malgré les prohibitions ou les vexations de tout genre mais encore sur les marchés de l'Europe où ils avaient acquis une grande prépondérance grâce à la perfection des machines anglaises ; fabriques de soie qui profitèrent des découvertes de Vaucanson et furent réorganisées ; manufactures d'épingles, de couteaux, de quincaillerie, de ferronnerie, etc. ; fabriques de papiers ; fabriques de porcelaine qui se multiplièrent à un tel point que le bas prix auquel on put se procurer de la porcelaine en étendit l'usage à un tel point que la consommation en fut évaluée à cinq millions en 1818 ; verreries et cristalleries qui arrêtaient les importations de verre à vitre et de cristal faites par l'Italie (1).

La science chimique que Lavoisier avait créée au siècle précédent fut appliquée à l'industrie dans toutes ses applications et fit naître des arts nouveaux jusque-là inconnus : fabriques pour blanchir les fils et tissus de chanvre, de lin, de coton ; teintureries, fabriques de couleurs et de vernis ; tanneries ; fabriques de savons ; nombreuses raffineries pour exploiter la découverte du sucre de la betterave ; usines de produits chimiques, d'acides nitrique et sulfurique, de soude et de chlore qui nous affranchirent de l'étranger et dont la fabrication parvint à un tel degré de perfectionnement « qu'on ne redouta plus la concurrence ni pour le prix, ni pour la qualité » (2).

(1) « En vingt ans la France se plaça sur la première ligne des nations manufacturières, les consommateurs, qui jadis repoussaient avec dédain presque tous les produits de nos fabriques, s'en parent aujourd'hui avec orgueil et l'Europe les recherche avec empressement. » CHAPTAL : *Des causes préliminaires*, opinion citée, p. 14.

(2) CHAPTAL, *op. cit.*

Parallèlement au développement de l'industrie de grands travaux publics étaient effectués. Une partie des revenus de l'État fut consacrée aux canaux de Nantes à Brest et du Rhône au Rhin, à ceux du Nord, de Saint-Quentin, de Bourgogne et d'Arles. Le port de Cherbourg était creusé, celui d'Anvers agrandi. Les routes du Simplon, du mont Cenis, du mont Genève, de Metz à Mayence furent achevées.

En même temps, la rupture de la paix d'Amiens et les guerres continentales de l'empire accrurent dans de grandes proportions les consommations improductives et firent disparaître de grandes masses de capitaux.

Devant cette grande production, devant toutes ces créations, devant cette intensité de consommation dont l'ensemble constituait une demande très forte, l'offre de l'épargne était faible, car les nombreux établissements pour drainer les capitaux les plus modiques, pour rapprocher le prêteur et l'emprunteur, enfin pour faciliter des placements n'existaient pas encore. Le taux de l'intérêt était élevé : en 1811 l'emprunt dit du roi de Saxe est émis à 6 p. 100 ; il est coté dans la suite 1.008, ce qui donne un intérêt d'environ 6 p. 100. Le taux de l'intérêt des prêts hypothécaires était de 5 et 6 p. 100. Enfin le taux de l'intérêt des rentes françaises variait entre 6 et 6,50 p. 100 (voir tableau B page 67) ; encore ce taux d'intérêt est-il faible par suite du taux de capitalisation du 5 p. 100 que faussaient les rachats officiels.

Cependant Napoléon finissait sa carrière, la France était envahie et l'Empire tombait. Le nouveau gouvernement eut des débuts pénibles et une tâche fort importante : liquider l'arriéré de l'Empire, acquitter les contributions

de guerre et autres charges résultant des invasions de 1814 et 1815 et du traité de Paris, enfin remédier et combler par des emprunts, les déficits budgétaires causés par la présence des armées alliées sur le territoire français.

Napoléon avait une grande répugnance pour les emprunts. « Le temps n'est pas venu pour la France, disait-il à son ministre Mollien, de fonder ses finances sur les emprunts. Elle ne doit songer qu'à payer exactement les intérêts de sa dette sans en accroître le capital (1). »

Aussi l'arriéré provenant des déficits des budgets de l'Empire s'élevait à 759 millions au mois de juillet 1814 d'après les comptes du baron Louis. Pour le payer, le baron Louis aurait pu continuer la méthode suivie par les divers gouvernements et se libérer en rentes au pair, mais il n'hésita pas à répudier cette pratique désastreuse pour les créanciers de l'État et comme il ne pouvait les rembourser immédiatement il accorda aux créanciers de l'État un intérêt égal à celui qu'ils auraient pu obtenir, s'ils avaient eu leurs capitaux entre leurs mains *et fixa les intérêts à 8 p. 100*. « Tout élevé que soit ce chiffre, nous n'avons pas le droit de le fixer plus bas puisque, d'après le cours des rentes, le créancier pourrait retirer le même avantage du capital de sa créance (2). »

Le premier traité de Paris, du 30 mai 1814, n'avait stipulé aucune indemnité pour les alliés, celui du 20 novembre 1815 fut plus rigoureux : la France devait payer une indemnité de guerre de 700 millions sans préjudice

(1) *Mémoires d'un ministre du trésor public*, MOLLIEU, t. II, p. 271.

(2) *Histoire de la dette publique en France*, par VUHRER, 1886, t. II, p. 64.

des réclamations particulières qui s'élevaient à 500 millions. De plus une armée étrangère de 150.000 hommes devait occuper le territoire de la France pendant cinq ans (cette occupation fut réduite à trois ans aux conférences d'Aix-la-Chapelle). Les conséquences de ce traité furent désastreuses pour la France : on devait payer, en effet, outre l'indemnité, 200.000 rations par jour pour les hommes, et 50.000 pour les chevaux ; quant à la solde, l'habillement, l'équipement, on devait payer par an et seulement pour cet objet 10 millions. Les premiers budgets de la Restauration furent écrasés, on dut faire des emprunts et seulement pour solder les dépenses de l'exercice 1816 on dut émettre pour 52.600.000 francs de rentes en capital.

Tableau C
Cours du 5 0/0 de 1813 à 1820

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	T A U X moyen de capitalisation
1812-1813	83 60	47 50	65 55	7 62
1814-1815	81 65	45 »	63 35	7 93
1816-1817	69 »	54 30	61 65	8 11
1818-1819	80 »	60 »	70 »	7 14
1820-1821	90 »	70 40	80 05	6 25

Devant cette grande demande de capitaux (en moins de deux ans on émit pour plus de 60 millions de rentes représentant un capital de 778 millions, ce qui était

énorme pour l'époque), le taux de l'intérêt qui se tenait aux environs de 6,50 p. 100 monta très haut pendant plusieurs années : à 8 et 9 p. 100. Nous en voyons la preuve : dans le cours du 5 p. 100 consolidé qui baissa, parce que son revenu se nivela avec le taux d'intérêt courant, et qui donna jusqu'en 1819 un revenu moyen d'environ 7,50 p. 100 (voir tableau C) ; dans le cours des rentes 5 p. 100 de la ville de Paris, émises en 1816 et qui donnèrent également jusqu'en 1820 un revenu moyen de 7,50

Tableau D

Cours des Rentes 5 0/0 de la Ville de Paris.

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	T A U X moyen de capitalisation
1816	57 25	56 50	56 87	8 80
1817	70 »	57 »	63 50	7 87
1818	77 »	65 70	71 35	7 »
1819	» »	» »	» »	» »
1820	76 50	76 50	76 50	6 53
1821	82 75	81 65	82 20	6 08

environ (voir tableau D). En même temps, tous les emprunts effectués par le gouvernement français de 1816 à 1818 sont faits à un taux qui varie de 7,39 à 9,52 p. 100 (voir tableau page 76). Il ne faut pas s'étonner de l'élévation de ce taux : les guerres de la fin de l'Empire, les deux invasions, les premiers emprunts avaient raréfié l'épargne. Cela est si vrai qu'en 1816 le gouvernement n'osa pas pro-

Emprunts en rentes perpétuelles du gouvernement français, du 1^{er} avril 1814 à l'année 1819

ADJUDICATAIRES	DATE de négociation	PRIX de négociation	NATURE de la RENTE	RENTES adjudgées	CAPITAL encaissé	CAPITAL nominal	RENDMENT au prix de négociation
Vente sur place à l'étranger. . . .	1816-1817	57 26	5 %	6.000.000	69.763.000	420.000.000	8 73
Baring fr ^{es} et Hope et Compagnie . .	10 février 1817	52 50	—	9.090.909	95 454.546	181.818.481	9 52
—	11 mars 1817	55 50	—	8.620.689	95.689.655	472.413.780	9 04
Divers.	14 mars 1817	64 50	—	2.000.000	25.800.000	40.000.000	7 75
Baring fr ^{es} et Hope et Compagnie . .	28 30 juillet 1817	61 50	—	9.000.000	110.700.000	180.000.000	8 43
Divers.	1817-1818	67 60	—	4.288.402	17.420.613	25.668.040	7 39
Le public	9 mai 1818	66 50	—	44.925.500	190.509.450	298.510.000	7 52
Baring fr ^{es} et Hope et Compagnie . .	9 octobre 1818	67 »	—	12.313.433	165.000.000	240.268.660	7 46

céder à une émission de rentes par une souscription publique et préféra recourir à des ventes sur places et principalement sur les places étrangères de Londres, d'Amsterdam, d'Hambourg. Les places étrangères absorbèrent avec tant de facilité l'emprunt de 1816 que le gouvernement de la Restauration eût encore recours en 1817 et en 1818 à des négociations de rentes à l'étranger. L'ensemble des négociations faites avec les maisons de banque sur les places étrangères fut de 47.024.598 francs. Non seulement le gouvernement français fit des emprunts à un taux élevé, mais encore la ville de Paris en 1816, la ville de Bordeaux en 1817, obligées d'avoir recours à un emprunt, sont forcées de le faire au taux de 6 p. 100.

C'est la confirmation de ce que nous avons dit au chapitre des variations du taux de l'intérêt : les emprunts publics contractés en général dans des temps difficiles influent toujours sur le taux d'intérêt en général, au grand préjudice des autres emprunteurs que la raréfaction des capitaux place dans une situation défavorable. A la longue le taux de l'intérêt stipulé pour la dette publique n'exerce plus aucune influence. C'est ce que nous commençons à voir dès 1821, où le 5 p. 100 monté à une hauteur moyenne de 83,75 donne un revenu moyen de 6,02 p. 100 ; où les rentes de la ville de Paris montées à 82 francs rapportent 6,09 p. 100, et où les obligations des emprunts de 1816 et 1817 des villes de Paris et de Bordeaux, montées les premières à 1.260, les secondes à 1.175, donnent un revenu de 4,76 p. 100 et de 5,10 p. 100.

§ 2.

A partir de 1821, nous entrons dans une nouvelle période qui va jusqu'en 1846 et durant laquelle le taux de l'intérêt, quittant les hauteurs de 6 à 7 p. 100, descendra lentement de 6 à 5 p. 100 sous la Restauration, de 5 à 4,50 p. 100 et même plus bas encore sous la monarchie de juillet. Les causes de ce fléchissement continu sont nettes : d'une part, dès 1821, grâce à la paix et à un gouvernement réparateur, la prime d'assurance sociale diminue, d'autre part la somme des services s'affaiblit également, et la demande décroît alors que l'offre reste constante et même augmente.

Tableau E
Cours du 5 % de 1821 à 1830

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	T A U X moyen de capitalisation
1821	90 65	73 75	82 20	6 09
1822	95 »	83 »	89 »	5 64
<u>1823</u>	<u>93 65</u>	<u>75 50</u>	<u>84 50</u>	<u>5 95</u>
1824	104 80	93 »	98 90	5 07
1825	106 25	90 50	98 35	5 09
1826	101 05	95 75	98 40	5 09
1827	104 70	98 50	101 60	4 95
1828	109 »	101 25	105 40	4 76
1829	110 65	106 50	108 55	4 62
1830	106 85	84 50	97 15	4 5

Nous voyons d'un façon lumineuse ce mouvement de baisse de l'intérêt, en regardant le cours des fonds publics que nous devons toujours consulter, mais d'une façon claivoyante, puisqu'il reflète l'offre des capitaux. Sous la Restauration de 1821 à 1829 (voir tableau E), sous le gouvernement de juillet de 1832 à 1844 (voir tableau F), *il y a une période de hausse progressive* qui mène le 5 p. 100 consolidé de 73,75 à 110,65 la première fois et de 74,80 à 126,30 la seconde fois, et *cela sans réaction sensible*, à part un ou deux accidents, comme les complots bonapartistes et les craintes de la guerre d'Espagne en 1823, et les craintes d'une guerre européenne en 1840.

Tableau F

Cours du 5 % de 1830 à 1846

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	TAUX moyen de capitalisation
1831-1832	99 85	74 80	87 30	5 74
1833-1834	107 »	99 75	103 35	4 85
1835-1836	110 30	103 20	106 75	4 71
1837-1838	111 85	106 25	109 05	4 58
1839-1840	119 40	<u>100 30</u>	109 85	4 56
1841-1842	120 »	110 »	115 »	4 34
1843-1844	126 30	118 »	122 15	4 09
1845-1846	123 »	116 »	119 50	4 20

A partir de 1821 la demande diminue. Le renouvellement manufacturier et les nombreuses créations indus-

trielles du commencement du siècle, un moment ralentis vers la fin de l'Empire par les proscriptions de matières premières ordonnées par Napoléon, par ses incessantes levées d'hommes, par les deux invasions de 1814 et de 1815, s'accélérent de 1816 à 1821 comme nous le montre l'exposition de 1819 et continuent même après 1821 leur mouvement ascendant. Nous aurons une idée de ce progrès en voyant l'escompte de la Banque de France. Le portefeuille qui n'avait escompté que 253 millions d'effets de commerce en 1820, reçut 384 millions en 1821, 395 en 1822, les menaces de la guerre avec l'Espagne le réduisèrent à 320 millions en 1823, mais dès l'année suivante il remonta à 489 millions pour arriver à 638 en 1825 et à 668 en 1826. Mais cet accroissement n'est que la dernière onde d'un mouvement commencé sous le premier Empire et continué par force acquise. La France en effet commençait à être suffisamment outillée pour les besoins de l'époque, elle devait faire une halte. C'est ce qui arriva dès 1826, une crise survint, le prix des marchandises que la spéculation avait fait hausser, baissa, les exportations se réduisirent, les faillites se déclarèrent et dans les derniers mois de l'année 1826, la Banque de France eut 8 millions d'effets à protester. Nous voyons la traduction de ce commencement de stagnation dans l'escompte de la Banque qui se réduisit à 566 en 1827 et tomba à 407 millions en 1828 après avoir été à 668 millions en 1826.

Dès cette époque les capitaux commencent à être abondants sur le marché et le taux de l'intérêt oscille autour de 5 p. 100. C'est à peu près le taux d'intérêt de l'argent placé dans le commerce ; nous voyons, en effet, une compagnie fondée en 1823 pour l'exploitation des mines d'or

et d'argent du Mexique au capital de 6 millions donner cet intérêt à ses prêteurs (1). Le Trésor plaçait ses bons à 3 1/2 p. 100, on sollicitait les villes d'accepter des prêts à 4 p. 100 et les fonds publics au lieu de donner un revenu de 7 à 8 p. 100 rapportaient à peine 5 p. 100. Aussi en 1825 M. de Villele, ministre des finances, profita de la prospérité générale pour faire une conversion de la rente 5 p. 100, conversion facultative il est vrai, en 3 p. 100 au taux de 75 ou en 4 1/2 p. 100 au pair et diminua la dette de l'État de plus de 24 millions d'intérêts annuels. A partir de ce moment les fonds publics français, par un mouvement ascensionnel dont la rapidité et l'importance avaient dépassé toutes les prévisions se tinrent constamment au-dessus du pair pour atteindre, le 5 p. 100 le cours de 110,65 en 1829 et le 4 1/2 p. 100 le cours de 108 cette même année.

Ce mouvement de baisse, qu'arrêta un moment la révolution de 1830, aurait été enrayé si la France, à l'instar des autres pays, surtout les États-Unis et l'Angleterre, avait obéi à la loi du progrès et substitué dans l'industrie des transports la traction mécanique à la traction animale. Malheureusement à cette époque on n'avait pas compris toute l'importance des chemins de fer au point de vue économique, ou tout au moins les chemins de fer, comme toutes les grandes inventions à leur début, rencontraient la résistance obstinée des intérêts menacés. On n'était qu'à la période de discussion des chemins de fer. Sans doute, dès 1823, il y avait eu des concessions accordées,

(1) *Collection et matériaux pour l'histoire de la Révolution de France depuis 1787 jusqu'à ce jour*, paru en 1829, p. 526.

l'une devait aller de Saint-Étienne à la Loire, les trois autres de Saint-Étienne à Lyon, d'Andrézieux à Roanne, d'Épinal au canal de Bourgogne, mais ce n'étaient que *des lignes locales, accessoires, d'utilité privée*. En effet, elles sont exclusivement destinées à relier les centres houilliers ou métallurgiques à des voies navigables : canaux ou rivières considérés alors avec les routes comme le moyen de circulation le mieux approprié aux nécessités du commerce et de l'industrie. La traction se faisait au moyen de chevaux et le trafic consistait exclusivement en transport de marchandises.

Aussi ces premières voies ferrées, simplement le résultat de l'initiative personnelle de certains chefs d'industrie désireux d'augmenter leurs bénéfices en réalisant des économies sur leurs frais de transport, ont une importance et une étendue limitées par les besoins et les ressources des industriels. Du reste, on attachait si peu d'importance aux voies ferrées qu'il s'agissait d'établir que les concessions en furent faites à titre perpétuel aux frais et risques des intéressés.

Cependant quelques années après la Révolution de 1830, malgré les lois douanières écartant la concurrence étrangère et le retard apporté au perfectionnement des voies de communication, l'industrie, dans la période de dix années qui va de 1834 à 1844, se développa fort, mais proportionnellement avec la prospérité générale, la science et la paix. Le mouvement de l'activité renaissante se fit sentir dès la fin de l'année 1833, il se marqua aussitôt à la Banque de France par l'accroissement du portefeuille qui, d'année en année, escompta successivement 316, 445 et 759 millions d'effets de commerce,

tandis que le nombre des gens payant patente qui n'était que de 1.100.000 vers la fin de la Restauration passait à 1.500.000 en 1844. On put constater par trois fois, en 1834, en 1839 et en 1844, les progrès de l'industrie : la machine à vapeur, qui se perfectionne de plus en plus, commence seulement à prendre possession des grandes fabriques amenant à sa suite une foule d'engins mécaniques; l'outillage des grands ateliers tend à se modifier et s'efforce de se mettre à la hauteur des travaux que les besoins du temps vont bientôt réclamer. La consommation des matières premières peut déjà nous donner une idée de ce progrès : la houille figurait en 1831 pour deux millions de tonnes et pour sept millions et demi en 1847, la fonte pour 224.000 tonnes en 1831 et pour 602.000 en 1847, le fer pour 148.000 et pour 376.000 en 1847. En même temps toutes les autres industries se développent parallèlement et une ardente concurrence fait baisser les prix, de telle sorte que le commerce extérieur de la France, qui n'était que de 1.131 millions en 1831, atteignait 2.613 millions en 1847 et que malgré l'imperfection des voies de communication il y eut une augmentation correspondante dans les transports (1), signe de l'activité du commerce intérieur. Mais ce mouvement, qui ne doit pas être exagéré, n'était que le prologue, que la préparation de la grande industrie moderne caractérisée par la création de chemins de fer et l'extension générale de la

(1) Le cabotage, qui expédiait 1.782.000 tonnes en 1827, en expédiait 2.627.000 en 1847; les canaux qui, en 1832, donnaient un revenu de 3.734.000 francs, produisirent, en 1846, quoique les tarifs eussent été réduits, 9.144.000 francs; tous ces chiffres sont pris dans *l'Histoire des classes ouvrières depuis 1789*, par E. LEVASSEUR, 1867, t. II, chap. VI, p. 115.

machine à vapeur dans toutes les branches de la production. Aussi la demande qui fait naître ce mouvement est insuffisante pour absorber l'offre des capitaux de plus en plus abondante. L'instinct de prévoyance et d'épargne de la race française, un moment désorienté par l'insécurité de la Révolution, les changements de régime, la guerre à l'état continu de l'Empire, réapparaît et de toutes parts nous assistons à une puissante formation d'épargne, aidée du reste par une longue paix et une production régulière et croissante. En même temps les Caisses d'épargne sollicitent sur tous les points du territoire les économies de la classe moyenne, les drainent dans quelques caisses uniques et les transforment peu à peu, à mesure que les nécessités de la situation l'exigent, en rentes sur l'État. La première Caisse d'épargne créée à Paris en 1819, s'était rapidement généralisée et répandue, nous en trouvons onze en 1829 : 153 en 1835 avec 40 millions de francs de versements annuels ; 278 en 1840 et un versement annuel moyen de 93 millions de francs ; enfin 345 en 1845 avec un chiffre moyen de 145 millions de francs de versements.

Ainsi l'offre s'accroît dans de grandes proportions mais il n'y a pas une demande correspondante. Le taux de l'intérêt, qui avait baissé graduellement pendant la Restauration et était arrivé aux environs de 5 p. 100, continue sa marche sous le gouvernement de Louis-Philippe, atteint les environs de 4 p. 100 et descend même pour certains prêts plus bas encore.

De nombreux documents nous montrent cette baisse générale du taux de l'intérêt.

Les rentes françaises de plus en plus capitalisées rapportent de moins en moins. Leur mouvement de hausse,

commencé dès 1823, un moment interrompu par la Révolution de 1830, reprend sa marche en avant d'une façon rapide. Le 5 p. 100 dépasse le pair en 1833, atteint le cours de 119 en 1840 et le cours de 126 en 1844 (voir *supra* tableau, p. 79). Ce mouvement est général et tous les autres fonds publics français, le 4 1/2 p. 100, le 4 p. 100, le 3 p. 100 suivent le 5 p. 100 dans sa marche ascendante : le 4 1/2 p. 100 dépasse le pair en 1834 pour atteindre le cours de 105 francs en 1837, de 113 fr. en 1840 et de 116 francs en 1845 ; le 4 p. 100 dépasse le pair en 1836, atteint le cours de 109 en 1840 et de 110 francs en 1845 (voir le tableau G). Enfin le 3 p. 100 créé en 1825 atteint les cours de 80 francs en 1835, de 86 en 1840 et de 86,40 en 1845 (voir le tableau H).

Tableau G

Cours du 4 % de 1834 à 1845

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	TAUX de capitalisation
1834-1835	100 »	90 50	95 25	4 21
1836-1837	104 »	97 75	100 80	3 98
1838-1839	105 25	100 50	102 85	3 90
1840-1841	109 »	89 50	99 25	4 04
1842-1843	105 10	100 45	102 75	3 90
1844-1845	110 50	102 »	106 25	3 77

Aussi vers 1838, époque à laquelle le taux de l'intérêt des fonds publics était depuis longtemps au-dessous de

5 p. 100, on voit le marquis d'Audiffret proposer une conversion, en offrant aux rentiers prêteurs de 5 p. 100 des titres de 4 1/2 p. 100 au pair avec une garantie de dix ans contre le remboursement ou en 4 p. 100 avec garantie contre le remboursement pendant dix-huit ans. En 1845, la Chambre des députés envoya à la Chambre des pairs par un message officiel un projet à peu près semblable. Malheureusement, ces projets de conversion, très raisonnables comme nous le montre le cours des fonds publics, n'aboutirent pas.

A cette époque, on s'occupait plus des rentiers que du gros des contribuables. On a changé depuis.

Tableau H
Cours du 8 % de 1834 à 1845

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	TAUX de capitalisation
1834-1835	82 »	73 60	77 80	3 89
1836-1837	82 20	76 85	79 25	3 79
1838-1839	82 50	77 80	80 15	3 75
1840-1841	86 65	65 90	76 25	3 94
1842-1843	83 20	76 60	79 95	3 77
1844-1845	86 40	79 75	83 05	3 61

Ce ne sont pas seulement les fonds publics qui rapportent moins. Les rentes 5 p. 100 de la ville de Paris dépassent le pair en 1833 et en se tenant continuellement au-

dessus, arrivent au cours de 107 en 1844. Les obligations 4 p. 100 (coupures de 1.000 francs) de l'emprunt de la ville de Paris, fait en 1832, atteignent le cours de 1330 en 1835, de 1310 en 1840 et de 1480 en 1844 (tableau I).

Tableau I

*Cours des obligations de la ville de Paris
emprunt 1832*

ANNÉES	COURS le plus haut	COURS le plus bas	COURS moyen	T A U X moyen de capitalisation
1839	1285 »	1165 »	1225 »	3 26
1840	1310 »	1162 50	1236 25	3 23
1841	1305 »	1255 »	1280 »	3 42
1842	1305 »	1260 »	1282 50	3 40
1843	1445 »	1270 »	1342 50	2 98
1844	1480 »	1380 »	1430 »	2 79
1845	1477 50	1377 50	1427 50	2 80

Quant aux fonds étrangers, qui rapportent un revenu toujours plus élevé que les fonds nationaux, par suite de l'élévation de la prime des rentes, ils sont eux aussi fortement capitalisés. En 1831, en 1840 et en 1842, la Belgique émet du 5 p. 100; ces fonds se tiennent constamment au-dessus du pair, atteignent le cours de 104 en 1840, 105 en 1841 et successivement 107, 109, 110 en 1844. Le 5 p. 100 des Deux-Siciles (Naples), émis en 1817, que nous avons vu se tenir à un cours très bas vers la fin

de la période présente (1818-1822) et donner un revenu moyen de 7,25 p. 100, monte également très haut en ne donnant plus qu'un revenu de 5 p. 100 et même moins encore (voir tableau J).

Tableau J

Cours comparés du 5 % des Deux-Siciles
1818-1822 — 1839-1844

1818 à 1822			1839 à 1844		
ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation	ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation
1818	83 50	5 98	1839	100 90	4 96
1819	69 87	7 42	1840	98 50	5 09
1820	65 »	7 68	1841	104 45	4 80
1821	69 50	7 49	1842	106 25	4 71
1822	73 »	6 94	1843	107 30	4 67

Quant aux valeurs industrielles, c'est-à-dire toutes les obligations des premiers chemins de fer qui commencent à se construire à partir de 1839 : obligations Paris-Saint-Germain 4 p. 100, obligations Paris-Versailles 5 p. 100 (1839), obligations Mulhouse-Thann 5 p. 100 (1840), obligations Saint-Étienne à Lyon 4 p. 100 (1841), obligations Paris-Orléans 4 p. 100 (1842); ou les obligations des canaux : obligations du canal Sambre à l'Oise 5 p. 100 (1839), obligations du canal des Alpines 5 p. 100; ou les obligations des mines : obligations des mines de Grand'

Tableau K

PAIR	OBLIGATIONS	1839	1840	1841	1842	1843	1844
4250	Paris-Saint-Germain 4 % ;	4435 (1)	4417 50	4413 75	4492 50	4213 75	4220 »
1000	Paris-Versailles (RD) 5 % . .	975 »	987 50	998 75	4008 75	4030 »	4061 50
1000	Mulhouse-Thann 5 %	. . .	. . .	4005 »	4000 »	4010 »	4012 50
4250	Saint-Étienne à Lyon 4 % . . .	. . .	. . .	4095 50	4132 50	4175 »	4230 »
1250	Paris-Orléans 4 %	. . .	. . .	. . .	4175 »	4223 75	4253 75
1200	Mines de Grand'Combe 4,46 %	. . .	4030 »	4005 »	4023 40	4082 50	4135 »

(1) Nous donnons le cours moyen.

Combe 4,16 p. 100 (1840), les unes, les obligations à 4 ou 4,16 p. 100, sont un peu au-dessous du pair, les autres, les obligations à 5 p. 100, sont au contraire un peu au-dessus du pair (voir tableau K), de sorte que le taux d'intérêt de ces obligations oscille autour de 5 p. 100, plutôt au-dessous. Il ne faut pas s'étonner de l'intérêt élevé que rapportent ces obligations, dans tous les temps, même aux époques d'intérêt bas, les valeurs industrielles, *surtout celles de création récente*, donnent toujours un intérêt au-dessus de l'intérêt courant, par suite de l'élévation de la prime d'assurance, et cela est surtout vrai à cette époque où les chemins de fer très discutés commencent seulement à se construire. De nos jours les valeurs industrielles électriques sont dans le même cas (voir page 116, noté 1).

Si les valeurs mobilières : fonds publics, fonds municipaux, fonds étrangers rapportent moins, les emprunts faits par le gouvernement, que nous avons vus contractés à un taux d'intérêt très élevé pendant la période précédente, sont effectués à un taux beaucoup plus faible, surtout à partir de 1841 et de 1844, où il sont faits à un taux très avantageux et constitués non pas en 5 p. 100, alors fort au-dessus du pair, pas même en 4 p. 100, mais en rentes 3 p. 100. Les hauts cours du 3 p. 100 dans les dernières années du règne de Louis-Philippe le permettaient. Enfin les prêts hypothécaires eux-mêmes, que la loi de 1807 avait considérablement réduits en limitant leur taux d'intérêt à 5 et 6 p. 100, deviennent plus nombreux et ne se font plus uniformément à ce taux, mais oscillent autour de 4 p. 100, quelquefois même plus bas, à 3,50 p. 100.

Cela est absolument certain. Dans l'enquête de 1864,

EMPRUNTS FAITS PAR LE GOUVERNEMENT FRANÇAIS

de 1830 à 1844

ADJUDICATAIRES	DATE de négociation	PRIX de négociation	NATURE de la RENTE	RENTES adjugées	CAPITAL encaissé	CAPITAL nominal	RENDMENT au prix de négociation
De Rothschild frères	12 janvier 1830	102 07 ¹ / ₂	4 ⁰ / ₀	3.134.950	80.000.005	78.373.750	3 92
Diverses maisons.	19 avril 1831	84 »	5 ⁰ / ₀	7.442.858	420.000.044	142.857.460	5 96
Le public	1831	100 »	—	4.024.945	20.438.900	20.438.900	5 »
De Rothschild frères, etc.	1832	98 50	—	7.614.213	450.000.000	452.284.260	5 07
De Rothschild frères	18 octobre 1841	78 52 ¹ / ₂	3 ⁰ / ₀	5.730.659	450.000.000	491.021.966	3 83
—	9 décembre 1844	84 75	—	7.079.646	200.000.000	235.988.200	3 54

sur la législation relative au taux de l'intérêt de l'argent, la plupart des notaires ou des délégués des Chambres de notaires, appelés devant la commission, reconnaissent qu'avant la Révolution de 1848 les placements se faisaient à 4 1/2 p. 100, 4 p. 100 et même 3,50 p. 100. Voilà ce que dit M. Gouin, président de la Chambre de commerce de Tours, dont la réponse (1) résume l'opinion générale : « Jusqu'en 1848, les relations de la province avec Paris étaient nulles. Sauf les possesseurs de quelques grosses fortunes qui venaient à Paris, qui y avaient des relations, personne en province ne connaissait la rente. Tous les gros emprunts qui se faisaient ne s'adressaient nullement à la province. Les petits capitalistes, les rentiers se contentaient de placer leur argent sur place, soit chez les banquiers, soit chez les industriels ou les commerçants qui étaient leurs parents. Le banquier était le réservoir où l'on plaçait l'argent dont on ne savait que faire. *Le banquier prenait l'argent à 3, 3 1/2, 4 p. 100, quelquefois 4 1/2 p. 100*, on n'avait pas confiance dans les placements industriels en dehors de la localité. »

M. Scoumanne (2), notaire à Tours, dit également : « Les rentiers plaçaient alors leurs fonds chez les notaires. *C'était le beau temps des placements hypothécaires, on prêtait à 3, 3 1/2, 4 et 4 1/2 p. 100*; quand on avait atteint le maximum en matière civile, c'est-à-dire 5 p. 100, on se considérait comme très satisfait... »

M. d'Été (3), délégué de la Chambre des notaires de

(1) *Enquête sur la législation relative au taux de l'intérêt de l'argent*, 1865, t. I, p. 291.

(2) *Enquête*, t. I, p. 367.

(3) *Enquête*, t. I, p. 276, 277.

Rouen : « ... telle personne qui aurait trouvé il y a douze ans *des fonds à 4 ou 4 1/2 p. 100*, n'en trouve plus qu'à 5 p. 100 et difficilement... »

M. Sauvecanne (1), délégué de la Chambre des notaires de Marseille, reconnaît « qu'il y a onze ans, à Marseille, *on avait de l'argent à 4, 4 1/4, 4 1/2 p. 100* et cependant on avait la faculté de stipuler 5 p. 100, il y avait abondance de numéraire, tandis qu'aujourd'hui... »

Enfin dans la délibération de la Chambre des notaires de Lille (2) on lit : « ... il y a dix ans l'intérêt variait de 4 à 4 1/2 p. 100, depuis quelques années il est arrivé constamment à 5 p. 100... »

Ainsi pendant la période qui va de 1821 à 1845 l'intérêt a baissé de 2,50 à 3 p. 100.

§ 3.

De 1845 à 1875 nous sommes dans une période de très grande activité. La grande industrie moderne, caractérisée par l'application des chemins de fer et l'extension générale de la machine à vapeur dans toutes les branches de la production qui commençait à naître vers la fin du règne de Louis-Philippe se développe à partir de 1848 avec une grande ampleur. En même temps des entreprises de tous genres s'organisent et réclament pour leur constitution de nombreux capitaux. Enfin les villes de France et les nombreux États étrangers sollicitent l'épargne de tous les prêteurs en offrant un taux d'intérêt rémunérateur. Tels sont les trois faits principaux qui caractérisent

(1) *Enquête*, t, I, p. 265.

(2) *Enquête*, t, II, p. 60.

cette période: chemins de fer, entreprises nombreuses et nouvelles, emprunts.

Sous l'influence de cette demande intensive, le loyer de l'épargne passe des environs de 4 p. 100 à 5 p. 100 puis à 6 et 6,50 p. 100 en atteignant même 7 et 8 p. 100 pour les placements plus risqués. Le taux d'intérêt regagne donc la différence de 2,50 à 3 p. 100 perdue pendant la période précédente.

Ce phénomène de hausse du taux de l'intérêt se traduit à partir de 1848: par la baisse générale de toutes les valeurs cotées à la Bourse, par l'élévation du taux d'intérêt de tous les emprunts émis par le gouvernement et par la raréfaction des placements hypothécaires dont le taux d'intérêt était limité par la loi de 1807. Cependant, vers l'année 1868, bien que la demande soit toujours très grande, l'offre de plus en plus puissante fera fléchir le taux de l'intérêt, mais la guerre de 1870, par la grande consommation de capitaux qu'elle fera, arrêtera ce léger fléchissement et prolongera jusqu'en 1875 l'élévation du taux de l'intérêt.

La cause de l'élévation du taux de l'intérêt, de 1845 à 1875, est essentiellement (à part les époques troublées de 1848 et de 1870) l'accroissement de la somme des services. C'est ce qui différencie cette période de hauts intérêts avec la période qui s'écoule de 1800 à 1821, caractérisée au contraire par l'élévation synchronique de la prime d'assurance et de la somme des services. Ainsi, pour que l'intérêt varie, il n'est pas nécessaire qu'un mouvement synchronique des forces sociales se produise. *le seul accroissement exagéré* d'une des forces ascendantes du taux de l'intérêt est suffisant.

Le changement du taux de l'intérêt se fit lentement. Dès l'année 1842, date de la création du réseau français (1), les premières compagnies qui se fondent commencent à fixer une grande partie des capitaux flottants offerts sur la place. A partir de 1845, le retour périodique des versements a pompé toute l'épargne et dès cette année on remarque un resserrement des capitaux. De 749 millions les escomptes de la Banque Centrale furent portés à 1.003 en 1845, à 1.491 en 1846 et à 1.329 en 1847 ; il fallut envoyer des espèces aux comptoirs, aux banques départementales. On n'était pas d'accord sur la cause de cette rareté subite de numéraire : les uns l'attribuait très faussement à une diminution dans la production des mines, les autres avec plus de raison à l'influence de la mauvaise récolte de 1846. « Quoi qu'il en soit de ces deux conjectures, disait le comte d'Argout, l'accroissement des besoins d'argent et leur multiplicité sont un fait certain qui n'est contesté par personne (2). »

Le 14 janvier 1847, la Banque porte à 5 p. 100 le taux de son escompte, qui depuis 1821 était resté fixé à 4 p. 100. Enfin la révolution de 1848 éclate, et par le trouble qu'elle apporte, par les déplorables mesures financières du gouvernement provisoire, élève non-seulement pour un moment le taux de l'intérêt (3), conséquence régulière des révolutions, mais active encore la marche ascendante du taux de l'intérêt qui à partir de cette date se poursuit sans un obstacle, sans un arrêt jusqu'en 1868.

(1) Loi du 11 juin 1842.

(2) Voir le compte rendu de la Banque pour l'année 1847.

(3) Tous les emprunts faits par le gouvernement pendant l'année 1848 furent contractés à un taux variant de 6,45 p. 100 à 7,24.

Ce sont les chemins de fer qui sont la première cause de la demande. Les débuts de l'industrie des chemins de fer furent pénibles en France. Durant la période précédente, tout en comprenant que la facilité des voies de communication était nécessaire à la prospérité d'un pays, on n'avait pas saisi toute l'importance des chemins de fer au point de vue économique. On poursuivit l'œuvre que Napoléon avait créée par le décret de 1811 en classant les routes impériales et départementales, et l'on s'occupa surtout de la création des routes et des canaux, si bien qu'en 1848 la France possédait 4.200 kilomètres de canaux et 36.000 kilomètres de routes. Nous avons vu ce qu'étaient les chemins de fer sous la Restauration, ce fut la période d'essai. En 1832 on inaugure sur la ligne de Roanne à Saint-Étienne le service des voyageurs avec l'emploi régulier de la locomotive, mais la France s'arrête à ce premier essai, c'est la période de fondation. En 1837 quelques tronçons avaient trouvé des capitalistes, mais à cette époque le procès n'était pas encore vidé devant l'opinion et l'on n'était fixé ni sur l'utilité qu'on en retirerait, ni sur le meilleur mode d'exécution. Enfin la loi du 11 juin 1842 crée un réseau complet. A cette époque nous n'avions que 600 kilomètres en exploitation avec seulement 240 millions de dépenses, quand l'Angleterre possédait déjà 3.800 kilomètres et les États-Unis 4.535. A partir de 1842, nous entrons dans la période de création, les concessions se succèdent rapidement et commencent la raréfaction des capitaux. En 1848, nous possédons 2.220 kilomètres en exploitation. Malheureusement la Révolution éclate et atteint rudement les compagnies de chemins de fer : celles dont les travaux étaient en voie

d'exécution se trouvent sous le coup de la ruine par la dépréciation de leurs valeurs en portefeuille, celles qui étaient en activité avaient eu à compter avec les prétentions de leurs ouvriers. On parla beaucoup du rachat forcé des compagnies de chemins de fer, on en mit même plusieurs sous séquestre. Il y eut un arrêt. Mais cet arrêt dura peu. En 1852 nous trouvons 3.870 kilomètres en exploitation. A partir de 1852, le réseau se développe rapidement. La durée des concessions est portée à 99 ans par le gouvernement impérial, ce qui relève le crédit des compagnies et asseoit leurs opérations sur une base solide, en même temps le gouvernement fusionne toutes les compagnies éparses afin de constituer des sociétés fortes et puissantes. En 1855 nous avons 5.535 kilomètres exploités, 9.077 en 1859, 13.565 en 1864 et 16.913 en 1869 avec 8 milliards de dépenses.

Accroissement du réseau français de 1823 à 1870

ANNÉES	KILOMÈTRES EXPLOITÉS	KILOMÈTRES EN CONSTRUCTION	DÉPENSES
1823		23	100.000
1828	23	»	2.300 000
1837	168	237	»
1842	600	325	237.974.000
1855	5.535	6.404	2.686.343.000
1859	9.077	»	4.398.679.000
1863	13.564	»	6.809.993.000
1869	16.913	3.059	7.952.885.000
1870	17.445	3.473	8.168.280.000

Si nous consultons le tableau de l'accroissement du réseau français de 1823 à 1870, nous remarquerons que la formation du réseau a suivi deux progressions, la première de 500 kilomètres par an, de 1842 à 1852, et la seconde de 1.000 kilomètres à partir de 1852. C'est cette création continue des lignes de chemins de fer qui tend principalement la demande.

En même temps des entreprises de tous genres s'organisent en France, les unes heureuses et prospères, les autres désastreuses, pour répondre soit aux divers besoins de la civilisation, soit aux essais des inventeurs : télégraphes électriques, câbles sous-marins, conduites de gaz et d'eau, mines de charbon, de houille, de cuivre, de zinc, d'argent, d'or surtout ; assurances de toutes sortes (incendie, vie, grêle, accidents) ; transports sur terre : omnibus de Paris, de Lyon ; navigation : Compagnie générale de navigation à vapeur, Bazin-Gay et C^{ie}, Compagnie des services maritimes des messageries impériales, Compagnie maritime de navigation à vapeur Marc Fraissinet et C^{ie}, etc. ; irrigations, exploitations agricoles, filatures, manufactures, établissements industriels : forges de l'Aveyron (Decazeville), forges d'Alais, aciéries de Firminy, forges et chantiers de la Méditerranée, forges du Creusot, hauts-fourneaux de Montceau, fonderies et forges de Bessèges, etc. ; Docks et entrepôts de Marseille, Docks et entrepôts du Havre ; et enfin banques : Comptoir d'escompte de Paris, Union financière et industrielle, Comptoir d'escompte de Lyon, etc. ; établissements de crédit : Crédit foncier, Crédit colonial. Toutes ces entreprises demandent pour leur constitution des capitaux considérables.

En troisième lieu, les villes et les États sollicitent l'épargne des prêteurs. La ville de Paris émet des obligations à 5 et 4 p. 100 en 1849, 1852, 1855, 1860, 1865, et la ville de Lyon en 1854, 1857, 1859, 1865, 1867. La ville de Marseille émet des obligations à 5 1/4, 5, 4 1/2 et 4 p. 100 en 1849, 1854, 1858, 1860, 1862, 1863, 1864, 1865. Le département de la Seine emprunte en 1857, la ville de Lille en 1860 ; les villes de Rouen, Tourcoing, Roubaix en 1861, la ville de Bordeaux en 1863. Les États eux aussi trouvent une clientèle intrépide de prêteurs, et nous voyons successivement et à plusieurs reprises la Belgique, l'Autriche, l'Espagne, l'Italie, la Hollande, le Portugal, Rome, la Russie, les États Sardes, l'Égypte, la Toscane, la Tunisie, la Turquie avoir recours à l'épargne française.

Ainsi ce qui caractérise cette période, c'est une prodigieuse activité financière.

Devant cette demande, l'offre est insuffisante, le taux de l'intérêt s'élève. Mais il faut remarquer que le taux de l'intérêt s'élève moins haut qu'on pourrait le croire, comparativement à la demande qui est très grande. La cause provient de la facilité des placements. La valeur mobilière, dont l'emploi se généralise, prend une extension considérable (1) par les avantages qu'elle procure à son possesseur en lui permettant de réaliser immédiatement son avoir et draine toute la petite épargne stérile dans son isolement, ce qui augmente considérablement l'offre.

(1) Le 30 décembre 1815, il y avait 5 valeurs inscrites à la cote officielle de la Bourse de Paris. Le 31 décembre 1830, nous voyons 30 valeurs et 10 fonds d'États étrangers. Le 30 décembre 1848, *il y a 130 valeurs*. Le 31 décembre 1852, *152 valeurs* et le 31 décembre 1869, *402 titres sont cotés*.

Durant la période précédente, les obligations étaient émises en coupures très élevées, de 1.250 ou de 1.000 fr. comme les obligations des premiers chemins de fer : Paris-Saint-Germain et Paris-Versailles. A partir de 1852 on émet surtout des obligations en coupures de 500 et 625 francs, ce qui permet à toutes les épargnes de s'utiliser.

Outre cette facilité de placements, il faut ajouter qu'une toute période de hauts intérêts, quand elle a pour cause l'élévation de la somme des services, *renferme en elle-même son propre remède*. La productivité du capital, qui fait naître une forte demande d'épargne, fournit un gros supplément de production, par conséquent une épargne plus abondante, et comme la demande ne peut pas indéfiniment croître, l'augmentation de l'épargne tend à modérer une élévation trop forte du taux de l'intérêt. Néanmoins le taux de l'intérêt, tombé aux environs de 4 p. 100 pendant la période précédente, remonte à 5 p. 100, dépasse ce taux et se tient aux environs de 6 p. 100 en allant même jusqu'à 7 et 8 p. 100 pour les placements plus risqués.

Cette élévation du taux de l'intérêt a une triple conséquence : baisse générale de toutes les valeurs cotées à la Bourse, élévation du taux des emprunts faits par le gouvernement français, raréfaction des prêts hypothécaires.

En premier lieu, toutes les obligations sont cotées à la Bourse au-dessous du pair.

Tous les fonds publics français que nous avons vus pendant la période précédente dépasser le pair et atteindre des cours très élevés en 1844, le 5 p. 100 le cours de 126,30, le 4 1/2 p. 100, le cours de 116, le 4 p. 100 le cours de 110, sont tous au-dessous du pair et donnent par consé-

Tableau L

Cours comparés du 4 % à vingt années d'intervalle

1834 à 1845			1854 à 1865		
ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation	ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation
1834-35	95 25	4 21	1854-55	86 »	4 65
1836-37	100 80	3 98	1856-57	83 »	4 81
1838-39	102 85	3 90	1858-59	84 25	4 76
1840-41	99 25	4 04	1860-61	83 50	4 80
1842-43	102 75	3 90	1862-63	88 85	4 54
1844-45	106 25	3 77	1864-65	84 25	4 76

Tableau M

Cours comparés du 3 % à vingt années d'intervalle

1834 à 1845			1854 à 1865		
ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation	ANNÉES	COURS MOYEN	Taux moyen de capitalisation
1834-35	77 80	3 89	1854-55	68 90	4 40
1836-37	79 25	3 79	1856-57	68 45	4 44
1838-39	80 15	3 75	1858-59	67 70	4 46
1840-41	76 25	3 94	1860-61	69 10	4 39
1842-43	79 95	3 77	1862-63	69 50	4 38
1844-45	83 05	3 61	1864-65	67 00	5 47

quent un revenu beaucoup plus élevé. Si nous comparons à vingt années d'intervalle le 4 p. 100 et le 3 p. 100 nous trouvons (voir tableaux M et L), une forte différence dans les cours et dans les revenus. Encore faut-il remarquer que les cours de ces deux fonds sont déjà faussés par les achats des Caisses d'épargne et de tous les établissements qui doivent, d'après la loi, avoir une partie de ces fonds dans leur réserve. Sans doute le 5 p. 100 fut converti en 1852, mais ce fut plus une opération financière, exécutée grâce à la spéculation, qu'une véritable conversion.

Quant aux obligations industrielles, elles sont toutes au-dessous du pair (voir le tableau du cours des obligations industrielles de 1855 à 1860 page 103) et donnent toutes un taux général moyen d'intérêt qui oscille autour de 5,60 p. 100. Enfin les fonds publics étrangers donnent un revenu qui se tient aux environs de 5 p. 100 ou aux environs de 7 p. 100 selon que les États font ou ne font pas partie du groupe des États très sûrs. Comme nous l'avons déjà dit, les prêteurs ont une prime d'assurance d'environ 2 p. 100 ce qui augmente d'autant leur revenu.

En second lieu cette élévation du taux de l'intérêt rejaillit sur le taux d'intérêt des emprunts du gouvernement impérial qui ne cesse de solliciter les prêteurs pour subvenir aux besoins d'argent nécessités par la guerre avec la Russie en 1854, avec l'Autriche en 1859, avec le Mexique en 1862. Le gouvernement impérial fait tous ses emprunts à un taux d'intérêt variant de 4,33 à 4,93 p. 100, alors que nous avons vu pendant la période précédente des emprunts effectués en 1841 et en 1844 à un taux d'intérêt de 3,54 et de 3,83 (voir page 91).

Enfin l'élévation du taux de l'intérêt a une troisième

PAIR	OBLIGATIONS	1855	1856	1857	1858	1859	TAUX MOYEN de capitalisation
500	Lyon-Méditerranée	295 (4)	293 »	282 »	298 »	294 »	5 45
500	Nord 3 %	297 »	296 »	284 »	297 50	290 »	5 44
4250	Paris-Orléans 4 %	985 50	972 50	950 »	945 »	972 »	5 48
500	Est 3 %	» »	» »	270 »	294 »	285 »	5 31
500	Midi 3 %	» »	296 »	272 »	288 »	284 »	5 26
500	Ouest 3 %	285 »	288 »	273 »	289 »	285 »	5 26
500	Ville-Montagne 5 %	442 »	440 »	435 »	434 »	446 »	5 68
4250	Mines de la Loire (N ^{ues}) 4 %	» »	» »	943 50	958 »	992 50	5 48
500	Gaz de Paris 5 %	» »	» »	» »	428 75	435 »	5 81
300	Gaz de Lyon 6 %	» »	» »	295 »	310 »	312 50	5 88
500	Messageries impériales 6 %	» »	» »	505 »	510 »	504 »	5 92
500	Eaux de Paris 3 %	» »	» »	» »	» »	258 50	5 80
Taux général moyen d'intérêt							5 63

(1) Cours moyen des obligations industrielles de 1855 à 1860.

conséquence très importante. La loi de 1807 limitait le taux de l'intérêt à 5 p. 100 en matière civile, mais comme la moyenne des prêts, grâce à l'extension des valeurs mobilières, se faisait à un taux d'intérêt de 6 p. 100, le nombre des prêts hypothécaires se réduisit considérablement, tandis que s'éleva le total des capitaux prêtés à un taux usuraire (1). C'est la confirmation du principe qu'il ne faut jamais violer les lois économiques. Il se produisit un mouvement si violent pour abroger la loi de 1807 que le 27 juin 1864, M. Rouland, ministre président le Conseil d'État, instituait une commission chargée de procéder « à une enquête sur les modifications à introduire dans la loi du 3 septembre 1807 sur le taux de l'intérêt de l'argent ».

Tous les notaires, présidents des Chambres de notaires et toutes les personnes appelées devant la commission *reconnaissent unanimement* que le nombre des prêts hypothécaires a diminué considérablement.

MM. Ducloux et Désprez, présidents de la Chambre des Notaires de Paris, disent (2) que malgré le Crédit Foncier « les prêts hypothécaires ont diminué des trois quarts, peut-être davantage et cette diminution *tiendrait en général à la concurrence des placements possibles et faciles à un taux d'intérêt de 5,50 et 6 p. 100* ».

(1) De 1853 à 1857 notamment, le total des capitaux prêtés à un taux usuraire s'élève à 20.390.841 francs. Le total des condamnés est de 870. Nous trouvons 489 condamnations pour avoir prêté à un taux maximum de 12 p. 100, 106 pour avoir prêté à un taux de 20 p. 100, 70 pour avoir prêté à un taux de 30 p. 100 et 79 pour avoir prêté à un maximum de 50 p. 100.

Voir *Enquête sur la législation relative au taux de l'intérêt*, 1865, t. II, Documents.

(2) *Enquête*, t. I, p. 79 et suiv.

M. Jeannest Saint-Hilaire, président du Comité des Notaires des départements, dit également (1): « La presque totalité des capitaux, attirée par les gros intérêts, a pris son cours vers la bourse, le commerce et l'industrie, il ne se fait plus de prêts hypothécaires »... c'est l'opinion de la majorité des chambres de notaires.

M. Gouin, président de la Chambre des Notaires de Tours (2): « Enfin 1852 arrive, à partir de ce moment la face des affaires change. Vous savez mieux que personne quelle transformation s'est faite en toutes choses. Les chemins de fer, les transports devenus plus faciles, la solidarité entre toutes les places, les sociétés industrielles, les emprunts de l'État par voie de souscription publique... toutes ces circonstances ont attiré les capitaux de la province à Paris... les capitalistes *ne veulent plus entendre parler de placements directs au négociant à un taux de 5 p. 100 qui ne leur paraît plus rémunérateur aujourd'hui...* »

Toutes les délibérations des chambres de notaires, pour résumer, reconnaissent que le développement du commerce et de l'industrie a nui aux prêts hypothécaires.

Cependant cette élévation du taux de l'intérêt s'arrête vers 1869, le taux de l'intérêt commence à fléchir légèrement. Une accalmie très nette se produit dans les affaires et l'on sent qu'une période de baisse est sur le point de débiter. C'est alors qu'éclate la guerre avec l'Allemagne. Cet événement, qui n'est pas assez puissant pour faire naître une nouvelle période d'intérêt élevé (il faudrait

(1) *Enquête*, t. I, p. 587.

(2) *Enquête*, t. I, p. 292.

pour cela que la guerre fût à l'état continu), est assez puissant toutefois pour enrayer la baisse et la retarder jusqu'en 1876. Cette guerre en effet par le trouble qu'elle apporte dans la production et par les dépenses qu'elle cause : frais de guerre, indemnité de paix, règlements, remboursements de toute sorte, sans y comprendre la reconstitution du matériel de guerre évalué à 1.400 millions, obligea la France à faire face à un ensemble de paiements dépassant 10 milliards. Le taux de l'intérêt s'éleva immédiatement à 6 et 6,50 p. 100 pour les placements très sûrs.

Les deux emprunts effectués par le gouvernement provisoire le 20 juin 1871 et le 15 juillet 1872 sont faits au taux de 6,06 et de 5,92. En 1870, la ville de Marseille fait un emprunt à 6 p. 100, la ville de Lyon un emprunt à 5 p. 100. En 1871, la ville de Lyon et le département du Rhône empruntent à 7 p. 100. En 1872, la ville de Paris fait un emprunt à 6 p. 100 et les départements de l'Eure et du Calvados empruntent à 5 p. 100. Le Crédit Foncier en 1872 et en 1873 émet des obligations communales et départementales rapportant un intérêt de 5 p. 100 et encore ces obligations sont cotées au-dessous du pair (472 francs pour celles de 500 francs et 265 francs pour celles de 300 francs). Toutes les obligations industrielles : chemins de fer, mines, gaz, eaux, éprouvent des moins-values considérables et donnent toutes un revenu qui oscille autour de 6 p. 100. Enfin, le cours des rentes françaises est très bas : le 5 p. 100 ne dépasse le pair qu'en 1875 et ce n'est qu'en 1877 que le 4 p. 100 atteint le cours de 88,75 qu'il atteignait avant la guerre.

Cette élévation subite du taux de l'intérêt n'est que la

confirmation du principe posé dans les variations du taux de l'intérêt : toute guerre, par la grande déperdition des capitaux qu'elle entraîne et par la demande importante qu'elle exige, fait hausser pendant un certain temps le taux de l'intérêt.

§ 4.

Cependant cette élévation du taux de l'intérêt ne dura pas et l'année 1875 finit la période d'activité et d'excitation financière qui naît au lendemain d'une grande guerre. Le mouvement de hausse du taux de l'intérêt que nous avons vu apparaître dès l'année 1868 apparaît à nouveau et se développe d'une façon continue et accentuée jusqu'en 1898.

L'accroissement de la demande des capitaux produit par le renouvellement du matériel des industries et par la construction des chemins de fer, avait provoqué une période de hausse du taux de l'intérêt à partir de 1845. Cette période d'activité, de demande intense ne pouvait durer. Une période de moindre activité, de repos économique devait arriver. Cette alternance est un phénomène en quelque sorte naturel, déjà constaté dans le monde ancien, avec une moindre ampleur naturellement que dans notre siècle de grande industrie.

Durant cette période, le taux de l'intérêt que nous avons vu autour de 6 p. 100 descend progressivement à 5 et 4 p. 100 pour tomber aussi bas, même plus bas pour certains placements, que pendant la période qui s'est écoulée de 1821 à 1845. Il variera entre 3 et 3,50 p. 100. Ce mouve-

ment de baisse est général dans les pays de civilisation avancée, nous le trouvons également en Allemagne et en Angleterre.

Cette baisse rapide est la conséquence de l'oscillation synchrone des trois forces qui dépriment le taux de l'intérêt : puissance de l'épargne, sécurité, improductivité des capitaux, (Voir pour le développement de ces trois faits *infra*, chapitre IV, I, § 2. Théorie scientifique de la baisse du taux de l'intérêt.)

Les créations industrielles faites de 1849 à 1870 ont transformé une masse énorme de capitaux circulants en capitaux fixes. Ces capitaux produisent un revenu considérable. L'épargne totale, d'une part grâce à l'excédent de production ; d'autre part, par suite des habitudes de prévoyance prises dans tous les pays civilisés, s'est accrue dans de larges proportions. L'accroissement des valeurs mobilières (voir note 1, page 99) et leur facilité de cession a mis dans la circulation beaucoup d'épargnes, restant auparavant à l'état de réserves individuelles et ne devenant pas des capitaux actifs. Les États-Unis sont entrés dans la catégorie des États prêteurs et exportent des capitaux au dehors ; l'Allemagne est dans le même cas, elle a fait de nombreuses avances à l'Amérique du Sud. L'épargne même a pris une allure plus savante par l'assurance, combinaison de prévoyance qui pousse à l'économie et qui est plus complète, plus efficace que l'épargne. Les assurances se sont activement développées et accumulent des capitaux énormes. Certains pays n'empruntent plus : Ainsi l'épargne s'est produite partout et a fait surproduction.

Devant cette offre considérable la demande a été rela-

tivement faible. La cause provient de l'improductivité des nouveaux capitaux créés. De 1847 à 1870 l'élévation du taux de l'intérêt correspondait à une période de transformation économique où les capitaux recherchés donnaient de grands profits. On appliquait la vapeur aux transports sur terre et sur eau et dans toutes les industries qui ayant besoin de force employaient les énergies naturelles. Ce renouvellement a commencé par se faire dans les régions où il était le plus productif et le plus utile, dans le domaine des chemins de fer on a construit les lignes qui suivaient les grandes voies de communication et qui correspondaient aux besoins les plus importants, comme les lignes de Paris-Lyon-Méditerranée, Paris-Bordeaux, Paris-Havre, Paris-Calais. Au point de vue des travaux publics, de l'éclairage au gaz, des entreprises d'eaux, on a agi de même et on a outillé les centres industriels et commerciaux : Paris, Lyon, Marseille, Bordeaux, Lille, Rouen. Ce fut la période de 1845 à 1870. Mais à mesure que la zone du renouvellement industriel grandissait, que le capital poursuivait son mouvement centrifuge, il devenait de moins en moins productif et était de moins en moins demandé. A partir de l'année 1875, nous sommes entrés dans cette zone de rendement faible, où les entrepreneurs, ayant commencé par les œuvres les plus profitables, sont obligés de se rabattre sur des œuvres de moindre importance. Les bonnes lignes ferrées sont construites, les bonnes mines sont ouvertes, les centres les plus importants outillés, ce qui reste à faire n'a plus la même importance et la même fécondité : mines moins riches, chemins de fer d'intérêt local, travaux publics des petites villes. C'est la cause de la diminution de la demande.

Ainsi, il n'y eut pas équilibre entre l'offre et la demande et le taux de l'intérêt, à partir de 1890, tomba très bas, entre 3,25 et 3,50 p. 100.

Les fonds publics français ne donnent plus qu'un intérêt de 3,12 p. 100. Le 3 p. 100, qui était coté 70 en 1869 et en 1876 et rapportait 4,25 p. 100, a dépassé le pair en 1890, atteint le cours de 103 francs et ne donne plus qu'un revenu de 2,94 p. 100, d'où une diminution de 1,31 p. 100. Le 5 p. 100 créé en 1871, qui cotait 102 francs en 1875 et rapportait 4,90, après avoir été converti par deux fois : en 4 1/2 en 1883, en 3 1/2 en 1894, dépasse le pair lui aussi, atteint le cours de 106 francs et ne donne plus qu'un revenu de 3,30 p. 100, d'où diminution de 1,60 p. 100.

Les obligations de chemins de fer, dont l'intérêt est garanti par l'État, rapportent moins de 3 p. 100 (impôt déduit) et la prime de remboursement diminue chaque jour, de telle sorte que les porteurs de ces obligations ont éprouvé par suite de la baisse une diminution de revenu de 2,13 p. 100.

Les obligations des entreprises industrielles, gaz, messageries, eaux, mines, forges, etc., qui, cependant, sont loin d'être à l'abri de tous ces risques et qui donnaient un revenu de 5,63 p. 100 durant la période précédente (voir page 103), se capitalisent autour de 4 p. 100 (1).

Les obligations à lots du Crédit Foncier ne rapportent

(1) A la Bourse du 11 mai 1896 on cotait les cours suivants :

Entrepôts et magasins généraux de Paris. Oblig. 500. 4 p. 100	509 fr.
Compagnie parisienne du gaz	514 fr.
Compagnie générale des omnibus	520 fr.
Établissements Duval	520 fr.

Revenu et cours comparés des obligations des grandes compagnies

en 1889, 1889 et 1897

PAIR	OBLIGATIONS	1889		1897	
		1889	1889	1889	1897
500	Est 3 0/0.	285 »	5 26	402 72	3 73
500	Midi 3 0/0.	284 »	5 28	412 19	3 63
500	Nord 3 0/0.	290 »	5 19	420 47	3 56
500	Orléans 3 0/0.	286 50	5 24	413 93	3 63
500	Ouest 3 0/0.	285 »	5 26	411 63	3 65
500	P.-L.-M. 3 0/0.	291 »	5 17	411 28	3 65

pas 3 p. 100 (impôt déduit) et ont toutes atteint ou dépassé le pair (1).

Quant aux prêts hypothécaires, ils sont devenus plus nombreux que pendant la période précédente, mais sont effectués à un taux d'intérêt de plus en plus réduit. A partir de l'année 1889, leur taux d'intérêt n'est plus uniformément à 5 p. 100. A partir de l'année 1890, leur taux d'intérêt tombe à 4 1/2 p. 100 et ce taux subsiste jusqu'en 1895. A partir de cette époque jusqu'en 1898, la crise est aiguë, ce taux baisse encore et dans beaucoup d'études de notaires nous trouvons des prêts effectués à 3,75. Cependant il ne faut pas exagérer la baisse du taux de l'intérêt des prêts hypothécaires, cette baisse est partielle, *elles s'est seulement produite dans les grandes villes.*

Dans les petites agglomérations urbaines, dans les campagnes, les prêteurs sur hypothèques stipulent communément un intérêt de 5 p. 100. M. Emmanuel Besson dans une enquête locale qu'il fit, prétend que ce taux excessif n'a pas cessé d'être en vigueur dans la plupart des départements du centre de la France et du Sud-Ouest (2).

Ce mouvement de baisse du taux de l'intérêt est général. Il s'est produit dans toute l'Europe et principalement en Angleterre, en Allemagne, en Belgique, en Suisse, en Autriche, en Russie. Le résultat a été des conversions

(1) A la Bourse du 20 mai 1896 on cotait :

Obligations foncières 1877, 400 fr. 3 p. 100.	402,75
— 1879, 500 fr. 3 p. 100	493
Obligations communales 1880. —	500
— foncières 1885. —	498,50

(1) La dette hypothécaire et les résultats des institutions de crédit foncier en France et à l'étranger, par E. Besson (*Journal de la Société de statistique de Paris*, 1900).

nombreuses et la réduction du revenu de tous les fonds publics étrangers (1), de sorte que ces fonds : Autrichiens, Hongrois, Turcs, Russes, Égyptiens, qui rapportaient autrefois 6, 7 et 8 p. 100, ne donnent plus que 4 p. 100. C'est une dernière diminution pour tous les Français qui ont placé leurs capitaux à l'étranger.

Ainsi, pendant cette période, le taux de l'intérêt, de 5,75, taux moyen des placements de premier choix avant 1870, et de 6,50, taux de ces mêmes placements de 1870 à 1875, est tombé à 3,50, ce qui fait une diminution du taux de l'intérêt d'environ 2 à 2,50 p. 100.

Cependant cette période de baisse du taux de l'intérêt semble vouloir se clore. Dès l'année 1898, qui nous fait voir le dernier reste de cette crise du taux de l'intérêt, par l'émission à 101,50 de l'emprunt grec 2 1/2 p. 100 garanti par les puissances, on remarque un resserrement des capitaux (2).

En 1899, ce resserrement s'est traduit sur le marché français, par l'élévation du taux de capitalisation, car le cours des grandes valeurs mobilières s'est non seulement arrêté dans sa marche ascendante, mais encore a baissé. Beaucoup de valeurs qui avaient dépassé le pair sont descendues au-dessous. Un autre symptôme du renchéris-

(1) Pour bien connaître et apprécier cette baisse générale et la diminution de revenu qu'elle a entraînée, voir le compte rendu de la session de l'Institut international de statistique tenue à Saint-Petersbourg en 1897. (*Bulletin de l'Institut international de statistique*, t. XI, 2^e livraison.)

(2) « L'année 1898 a été marquée par la rentrée en scène de la politique, dont la Bourse se flattait d'être émancipée, par le renchérissement du loyer de l'argent, par le recul des grands fonds d'États. »

Le Marché financier en 1898, par Arthur RAFFALOVICH.

sement du loyer de l'argent est encore l'insuccès des obligations 2 1/2 p. 100, apparues à la cote de la Bourse en 1895 et qui semblaient devoir être le taux normal des placements de la fin du siècle. De divers côtés on relève le type des obligations et la France vient d'émettre un 3 1/2 p. 100 colonial : l'emprunt indo-chinois.

Le taux de l'intérêt s'est donc légèrement relevé. En l'espace de trois ans il a gagné environ 30 à 40 centimes p. 100.

PAIR	OBLIGATIONS	1897 15 décembre	1898 15 décembre	1899 15 décembre	1901 15 décembre
100	3 % français	103 70	102 85	100 40	100 80
100	3 1/2 % 1894	106 70	104 30	101 85	101 10
100	2 1/2 % tonkinois	» »	89 »	81 »	82 35
500	Orléans 2 1/2 %	546 »	431 50	409 25	410 »
500	P.-L.-M. 2 1/2 %	458 50	429 50	409 75	410 50
500	Canal de Suez 5 %	677 »	646 25	610 60	» »

Quelles sont les causes de cet arrêt, de ce léger relèvement? Au point de vue de l'épargne, il n'y a pas eu la diminution qu'on aurait pu prévoir. Le stock annuel d'épargne n'a ni augmenté, ni diminué. Seulement depuis deux ou trois ans apparaît une cause de faiblesse de l'épargne. La tension des rapports diplomatiques a développé le militarisme, d'où augmentation des dépenses et diminution correspondante des revenus par l'impôt, des capitaux par les emprunts. Les sources vives de l'épargne ont été touchées.

Mais c'est surtout l'accroissement de la demande qui a arrêté la baisse du taux de l'intérêt. Nous entrons probablement dans une nouvelle période. Nous sommes dans cette période de transition que nous avons remarquée lors des changements du taux de l'intérêt, car les changements de l'intérêt évoluent lentement.

La productivité des capitaux devient plus grande, l'activité industrielle se relève. De nombreux débouchés s'ouvrent en Afrique, en Asie, en Europe même. Les colonies absorbent de plus en plus des capitaux : emprunt indo-chinois, emprunt de Madagascar et les colons particuliers eux [auss] emportent en émigrant de nombreux capitaux. De grandes régions de civilisation nouvelle absorbent l'épargne annuelle : la Russie pour son outillage industriel (œuvre du transsibérien, réseau des chemins de fer, mines de charbon) vient d'emprunter cinq ou six milliards ; et les républiques de l'Amérique du Sud, plus calmes, semblent vouloir remplacer leurs révolutions périodiques et politiques par une révolution économique, elles empruntent pour mettre en valeur leurs riches contrées.

Enfin l'électricité entre en scène comme une puissance qui va absorber des centaines de millions. On avait cru l'électricité incapable de produire autre chose que des foyers de lumière isolés et coûteux. Voilà qu'elle illumine partout. L'électricité se fait aussi transportable, on l'accumule sur des plaques, on l'emmagasine, elle roule avec des véhicules qu'elle anime. Bien plus, elle prend la force où la nature la produit, au pied des cataractes, dans les rivières paisibles et elle la charrie au loin partout où nos industries ont besoin de l'utiliser. L'électricité elle aussi a commencé à absorber de nombreux capitaux. Actuelle-

ment les valeurs mobilières électriques donnent un intérêt très élevé pour l'époque (1).

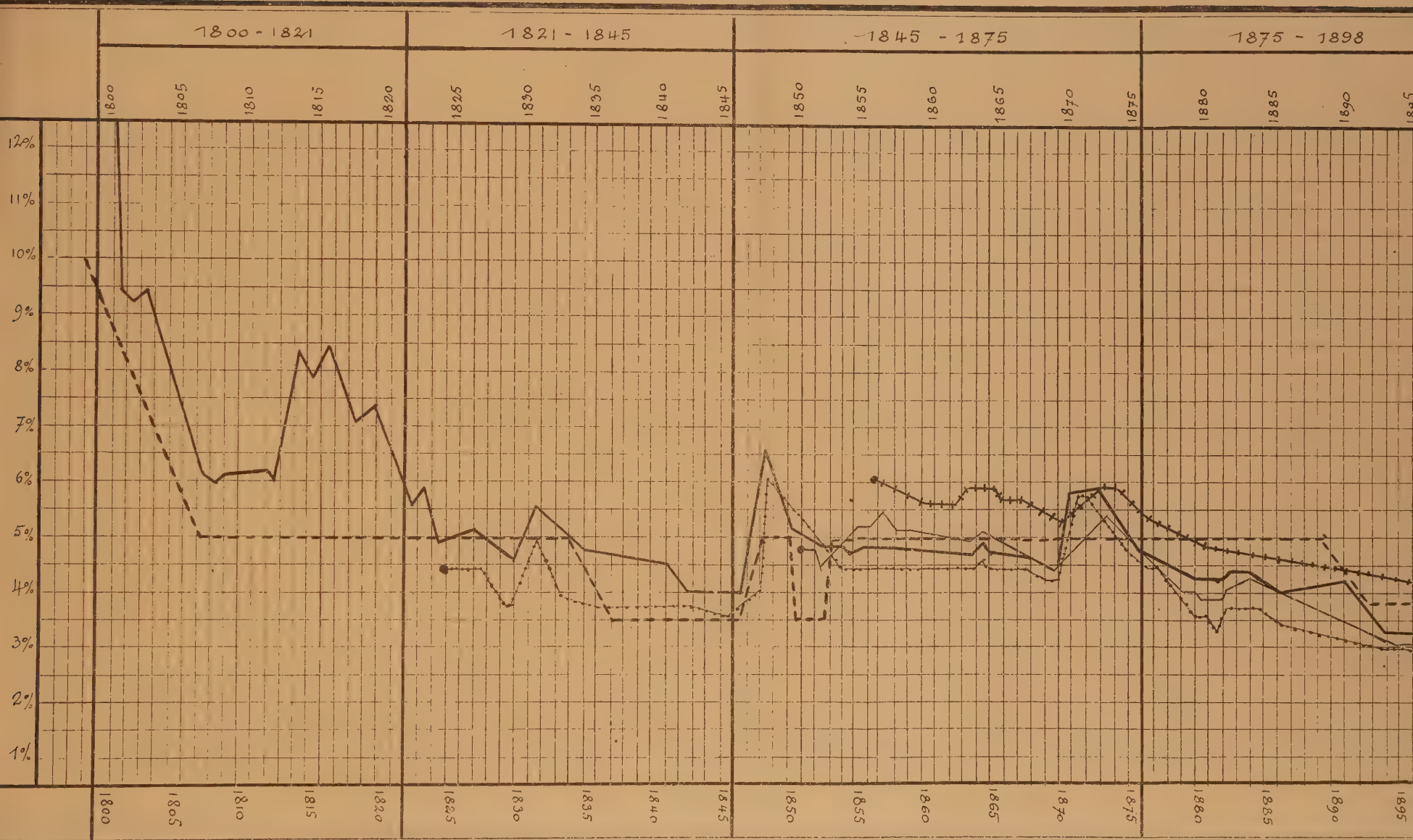
Aussi, sans vouloir prophétiser, il semble que dans quelques années il y aura une hausse du taux de l'intérêt.

L'étude historique des variations du taux de l'intérêt est finie. Si nous traçons durant cette période la courbe du taux de l'intérêt nous remarquerons (voir tableau) pour les différents taux d'intérêt : taux d'intérêt des fonds publics, des prêts hypothécaires, des prêts industriels, *non pas une ligne droite mais une ligne ondulée* qui se partagera en quatre ondulations correspondant aux quatre périodes que nous venons d'examiner. Ce qu'il y a surtout de remarquable à noter, c'est la concordance singulière de toutes ces lignes, à fléchir à la même époque.

(1) A la Bourse du 14 décembre on cotait :

Oblig. Thomson-Houston, 5 p. 100.	505 fr.
— Cl ^e gén. d'électricité, 500 fr., 4 p. 100	465
— Sect. place Clichy, 1.000, 5 p. 100.	1.080
— Sect. Rive gauche, 5 p. 100. N ^o 1 à 20.000	493
— Câbles électriques, Berthoud-Borel 1 ^{re} série, 4 p. 100.	500
— — — 2 ^{me} série, 4 p. 100.	500

Courbes de différents taux d'intérêt de 1800 à 1900.



CHAPITRE IV

DU TAUX DE L'INTÉRÊT DANS L'AVENIR

L'étude des variations du taux de l'intérêt durant le XIX^e siècle montre que ce taux a, de nos jours, une tendance à diminuer.

Cette baisse a-t-elle un caractère permanent ? Fait-elle partie du domaine des vérités définitivement acquises à la sciences dont la somme va grossissant à travers les siècles ? La baisse de l'intérêt serait alors une véritable loi économique naturelle.

C'est la prétention de l'école optimiste. Cette doctrine était en germe chez Adam Smith et Turgot. Bastiat la mettait au nombre de ses plus belles « Harmonies ». Pour lui l'intérêt devait un jour descendre au-dessous de toute quantité assignable, sans jamais pourtant descendre à zéro, comme ces courbes connues en mathématique sous le nom d'hyperboles, qui peuvent se rapprocher indéfiniment de leur asymptote (1), sans jamais arriver à la tou-

(1) L'asymptote d'une hyperbole, c'est-à-dire d'une courbe à branche infinie, est une droite dont cette courbe se rapproche sans cesse, sans jamais l'atteindre.

cher. Son adversaire le socialiste Proudhon en tirait une déduction d'une logique extrême : la gratuité du crédit (1).

I

De nos jours cette doctrine trouve son expression la plus parfaite chez le chef actuel de l'école optimiste, M. P. Leroy-Beaulieu, qui en a fait une théorie d'une grande ampleur : la théorie scientifique de la baisse de l'intérêt. Comme le fait remarquer Fr. S. Nitti (2), quand il étudie la thèse malthusienne, les théories ne sont qu'un reflet de la réalité et les plus abstraites se ressentent du milieu qui les a vu naître. Nous allons voir à notre tour, en étudiant la théorie de M. Leroy-Beaulieu, la confirmation de ce principe que les doctrines sont filles du milieu et du moment.

§ 1

Le motif de M. P. Leroy-Beaulieu en reprenant cette théorie était de combattre le socialisme. La disparition de la petite industrie causée par la grande révolution industrielle a eu pour résultat la concentration de la production dans de grandes entreprises et l'élimination progressive de la production individuelle et corporative. Ce changement ne s'est pas effectué sans crise. A l'avènement de la

(1) En réalité la banque d'État que rêvait Prudhon aurait prêté au taux réduit de $1/2$, $1/4$ p. 100. Cet intérêt étant exigé dans le seul but de couvrir les frais d'administration et les risques de vol.

(2) *La Population et le Système social*.

grande industrie les entreprises de tout genre qui se sont créées ont été surtout le monopole de la classe moyenne qui seule avait les capitaux pour les créer, la capacité et les connaissances professionnelles pour les diriger. L'industrie transformée et libérée a donné de grands profits et c'est cette classe moyenne qui en en accaparant la plus grande partie, a principalement bénéficié du nouvel ordre de choses. Quant à la population qui vit de son travail quotidien, elle n'a pas vu sa condition s'améliorer dans la même proportion, et il est né pour elle l'obligation forcée d'être le serviteur à gages dépendant du capital, dont elle attend ses moyens de subsistance. Bien plus, isolée, désorganisée, soumise à une législation lui défendant de s'associer, elle s'est trouvée dans une mauvaise situation pour tirer parti de sa marchandise, c'est-à-dire de son travail.

Ainsi l'essor industriel a beaucoup plus profité aux patrons qu'aux ouvriers et il est née une grande inégalité dans la répartition de la richesse.

Cette inégalité des parts, sans aucune relation avec le concours effectif apporté à l'œuvre sociale, découlant surtout des conquêtes passées et d'une législation oppressive a fait naître dans la société un malaise qui s'est accentué depuis le milieu de ce siècle. Une mésintelligence a divisé les ouvriers salariés et ceux qui les emploient et la lutte s'est ouverte entre le capital et le travail.

Pour les uns, ce mal présent est une crise passagère, qui s'apaisera dès que les passions et les préjugés qui l'ont fait naître perdront de leur force. La société, dit M. de Molinari, ne peut évoluer sans causer des « nui-

sances », mais tout s'atténuera plus tard. Le développement naturel et irrésistible de la grande industrie doit aboutir à la constitution d'une démocratie industrielle et financière, caractérisée par une répartition de plus en plus égale des résultats de la production et dans laquelle même les résultats afférents au capital sont destinés à baisser progressivement, tandis que s'élèvera la part du travail (1).

L'école de Le Play ne voit de remède à ce qu'elle appelle la désorganisation de l'atelier que dans la reconstitution du pouvoir de tutelle du patron.

Quant à l'école de la solidarité avec M. Gide, c'est la coopération sous toutes ses formes qu'elle propose comme moyen de palingénésie sociale.

Pour d'autres, le mal présent est un mal irrémédiable. Les socialistes prétendent en effet que cette inégalité est permanente et fatale. La grande industrie doit logiquement aboutir à la constitution d'une féodalité industrielle et financière dans laquelle le travail sera nécessairement exploité au profit du capital. Karl Marx, dans *le Capital*, nous indique le résultat : « Les lois actuelles établissent une corrélation fatale entre l'accumulation de la richesse et l'accumulation de la misère, de telle sorte que l'accumulation de richesse à un pôle, c'est une égale accumulation de pauvreté, de souffrances, d'ignorance, d'abrutissement, de dégradation morale, d'esclavage au pôle opposé, du côté de la classe qui produit (2). »

Le diagnostic des socialistes est clair mais désolant,

(1) DE MOLINARI : *Évolution économique du XIX^e siècle*, p. 356.

(2) KARL MARX : *le Capital*, cité par Benoît MALON, *le Socialisme intégral*, t. II, p. 189.

le remède qu'ils proposent est brutal car il procède plus de la chirurgie que de la médecine : supprimer le capital ou mieux le socialiser par l'expropriation économique et politique de la classe dirigeante. Le moyen, c'est l'union étroite de tous les prolétaires cherchant à réaliser cette transformation sociale tantôt par le vote, tantôt par les grèves, tantôt et surtout par des fins révolutionnaires. L'action violente est nécessaire, la force, s'écrie l'un d'eux, est l'accoucheuse des sociétés et Bebel lance au Congrès de Bruxelles cette apostrophe au prolétariat : « Marchons du bout du monde à l'autre à l'assaut de l'État par l'écrasement de l'éternel et universel ennemi : le capital. » La révolution est donc la mesure indispensable pour substituer le régime nouveau au régime actuel. C'est la lutte des classes, c'est la liquidation sociale.

Devant toutes ces solutions énergiques ou pacifiques, devant toutes ces clameurs, M. P. Leroy-Beaulieu reste plein d'un doux optimisme, ce mol oreiller des économistes, et invoque l'action des lois naturelles. Il n'est pas nécessaire d'améliorer le sort des classes prolétaires ou d'user de moyens violents. En ce dernier quart de siècle, le capital s'est dépouillé de la plus grande partie de ses revenus et à qui profite cette baisse du taux de l'intérêt qui s'effectue à l'heure actuelle, sinon au travail, à l'associé du capital (1)? Comme cette baisse doit s'accroître avec le temps, la hausse des salaires par contre-partie

(1) Paul DELOMBRE, *Temps*, 19 juin 1892 : « La part du travail va en augmentant, l'intérêt du capital s'abaisse, les salaires s'élèvent. L'accumulation de la richesse, due à l'effort des générations successives, aboutit à une rémunération de plus en plus large des classes laborieuses, c'est l'affranchissement graduel, pacifique du travail. »

s'accentuera sans cesse jusqu'au moment où l'ouvrier aura toute la part qu'il réclame.

Ainsi la baisse de l'intérêt est une *loi d'émancipation sociale* arrivant à diminuer l'inégalité des conditions des hommes (1). Il suffit donc de laisser aux forces naturelles leur libre jeu, il suffit de laisser agir la loi de la baisse de l'intérêt et une sorte d'expropriation lente s'effectuera, toute une évolution dont bénéficiera le prolétariat. Sans violence, par le seul effet de la mise en commun de toutes les libertés, l'inégalité s'atténuera et la répartition des richesses s'améliorera (2).

En en appelant aux lois naturelles, les intentions de M. P. Leroy-Beaulieu pouvaient être excellentes, mais dès lors les conclusions de son étude se trouvaient irrémédiablement faussées.

Dans la recherche de la direction du taux de l'intérêt dans l'avenir, son esprit au lieu de rester passif, spectateur impartial, avait jugé avec ses passions, c'est-à-dire avec prévention et cherché à faire prévaloir une solution conforme aux idées de son école (3).

(1) *Précis d'économie politique*, p. 152.

(2) M. Victor BONNET écrit dans la *Revue des Deux-Mondes*, du 15 octobre 1868, au sujet de la baisse de l'intérêt, dont on espérait déjà à cette époque voir sortir la paix entre toutes les classes de la société : « Nous aimons mieux ce genre d'émancipation que celui que rêvent les socialistes dans leurs congrès socialistes. Il a le mérite d'être conforme aux lois économiques et de n'amener aucun bouleversement. »

(3) L'erreur réside avant tout dans la représentation, mais elle provient souvent des tendances générales ou individuelles du sujet lui-même. C'est ce que Bacon exprime admirablement : « Chaque homme a une sorte de caverne, d'antré individuel, qui rompt et corrompt la lumière naturelle en vertu de différentes causes. »

Novum organum, BACON, livre I, chap. XLII.

L'esprit humain, en général, exprime par ses représentations sa propre nature et « l'entendement, une fois familiarisé avec certaines idées, s'y rattache obstinément; il ramène tout à ces idées de prédilection; il les fait juges de tout et les faits qui contredisent ces opinions favorites ont beau se présenter en foule, ils ne peuvent les ébranler en lui; ou il n'aperçoit point ces faits, ou il les dédaigne, ou il s'en débarrasse à l'aide de quelques frivoles distinctions, ne souffrant jamais qu'on manque de respect à ces premières maximes qu'il s'est faites. Elles sont pour lui sacrées et inviolables (1) ».

§ 2.

La thèse de M. P. Leroy-Beaulieu s'appuie sur les faits et surtout sur le raisonnement. Considérant encore l'économie politique comme une science déductive, non comme une science naturelle fondée sur les faits et groupant des observations justes, mais d'une vérité relative puisque les faits observés ne sont exacts que pour une certaine époque et suivant certaines circonstances, il en a fait une loi par une généralisation hâtive en créant la théorie scientifique de la baisse de l'intérêt.

Depuis 1875, le taux de l'intérêt est tombé de 5 p. 100 à 4, puis à 3,50 p. 100. La hausse des fonds d'États, des obligations industrielles, la baisse due aux des prêts hypothécaires, enfin les nombreuses conversions des différents États européens en sont la preuve.

Cette baisse de l'intérêt est survenue sous la triple

(1) *Novum organum*, BACON, liv. I, ch. I.

influence : de l'accroissement de la sécurité, de l'augmentation de l'épargne et de l'improductivité des derniers capitaux.

M. P. Leroy-Beaulieu a pris ces trois faits indiscutables et après les avoir poussés à l'extrême, en a déduit ensuite, avec une logique impitoyable, des conséquences théoriques semblables à celles de Malthus sur l'accroissement de la population et à celles de Ricardo sur la rente.

La sécurité des transactions tend à s'accroître. Cette diminution des risques est due à une justice meilleure, plus impartiale et plus prompte, à une sécurité intérieure et internationale plus grande, à des mœurs plus honnêtes et plus policées. Cet accroissement de sécurité affaiblit la prime d'assurance qui joue un rôle important dans la formation du taux de l'intérêt, puisqu'elle en est un des éléments. Cette sécurité des transactions, grâce au développement du droit et de la civilisation, doit aller sans cesse en augmentant ; les sociétés vont donc arriver par un mouvement insensible à un état de sécurité dans lequel les chances de perte étant absolument éliminées, la prime d'assurance sera égale à zéro et le taux de l'intérêt réduit au loyer net de l'épargne et au prix du temps.

L'épargne augmente sans cesse par l'apport immédiat sur le marché des capitaux de presque toutes les parcelles d'épargne à peine formées. L'épargne dans une société en progrès doit être de plus en plus active et puissante, il semble toutefois raisonnable de le dire, étant données les nombreuses formes qu'a prises l'épargne dans ce dernier quart de siècle. Les occasions de placement qui autrefois manquaient s'offrent à tout venant, surtout si l'on veut se

contenter d'un intérêt modique : caisses nationales d'épargne dans les grands centres, caisses d'épargne postales, caisses d'épargne scolaires, sociétés en participation d'épargne qui drainent jusqu'à 10 centimes par mois et concentrent toutes les petites épargnes, sociétés coopératives de consommation. Plusieurs établissements industriels, entre autres la Compagnie d'Anzin, ont institué une caisse spéciale donnant 5 p. 100 de la part du salaire qui y est versée.

La quantité d'épargne en quête d'emploi va donc grossir dans de grandes proportions et par sa mobilité, grâce aux grands marchés financiers qui sont en communication permanente, elle se transportera dans les pays où la disette de l'épargne individuelle tendrait à élever le taux de l'intérêt. La conséquence de cette surabondance sera une dépréciation générale de la marchandise-épargne, elle se traduira par une baisse de la valeur du loyer net de l'épargne. La conséquence de cette mobilité sera de mettre obstacle au relèvement du taux de l'intérêt dans les pays où des guerres et des emprunts auraient pu diminuer le stock d'épargne existante. Ainsi donc de grandes masses d'épargne disponible se formeront et ne pourront être absorbées par l'organisme social. Le temps même et son action puissante les augmenteront. Semblables à ces grandes masses de glace qui, par le froid qu'elles dégagent, refroidissent et solidifient tout autour d'elles, les grandes masses d'épargne attireront tout à elles. L'épargne se cristallisera et, par son offre constante toujours supérieure à la demande, fera fléchir le taux de l'intérêt.

Enfin, la cause la plus énergique de la baisse du taux de l'intérêt « est dans un état donné de connaissances techni-

ques et d'applications industrielles ou agricoles, *la diminution graduelle de la productivité des capitaux formés*, au delà d'une certaine limite (1) ». La généralité des capitaux est créée, recherchée et prêtée pour servir à des œuvres de production : c'est donc de la productivité du capital que dépend avant tout la demande de l'épargne.

A l'heure actuelle, la demande, la demande effective pouvant offrir une forte rémunération, n'augmente pas dans une proportion correspondante à l'offre. C'est que les capitaux, recherchés à cause de leur productivité propre, ne sont pas également productifs dans toutes les étapes des sociétés : « La productivité, dit M. P. Leroy-Beaulieu, tend à décroître quand les portions magistrales des œuvres les plus essentielles de la civilisation ont été accomplies de manière à satisfaire la principale partie de la population et qu'il ne reste plus qu'à les étendre au milieu des groupes moins importants et disséminés (2). »

Ainsi de 1845 à 1868, les capitaux furent très rémunérateurs parce que la société se réorganisait sur de nouvelles bases par l'application générale de la machine à vapeur. C'est l'époque du grand développement des chemins de fer appelés à modifier les conditions de la civilisation, de l'organisation des grands services urbains, du renouvellement de l'outillage industriel.

En France par exemple, on a commencé par construire les lignes les plus productives et relier les ports de commerce avec les grands centres de production ou de consommation : ce fut la création du premier réseau. Quand

(1) LEROY-BEAULIEU : *Traité d'économie politique*, t. II.

(2) LEROY-BEAULIEU, *opinion citée*, t. II.

les régions riches furent outillées, on entreprit la construction d'un second réseau, ne rattachant plus que des chefs-lieux de département ou d'arrondissement écartés au réseau existant et le revenu fut moindre. Enfin est venue la création d'un troisième réseau, reliant de simples chefs-lieux de canton à l'ensemble. Il est clair que les 4 ou 5 milliards employés à construire les lignes de Paris à Lille, de Paris au Havre, à Bordeaux, à Marseille, de Paris à Strasbourg ont été plus productifs que les milliards dépensés pour les lignes secondaires ou tertiaires comme celles de Lyon-Genève, Dijon-Besançon, Valence-Grenoble, Châlons-Verdun-Metz, Rouen-Chartres, Caen-Laval, Limoges-Périgueux, et autres.

Le même raisonnement s'applique à tous les grands services publics d'eau, d'éclairage. On outille tout d'abord les grandes villes, Paris, Lyon, Marseille, Bordeaux, et ces installations sont plus productives que celles faites plus tard dans les villes de 10.000 à 20.000 habitants. Il en est de même pour la création des ports, des docks, de magasins généraux : on commence par les grands centres où ils sont plus productifs, on finit par les petits où ils le sont le moins.

Le canal de Suez a été une entreprise fructueuse, le canal de Panama a été un désastre. Le canal de Corinthe n'est pas terminé, mais on peut affirmer que proportionnellement sa productivité sera inférieure à celle de Suez. Si l'on vient à percer l'isthme de Kraa dans la péninsule de Malacca, il est probable que la productivité de ce canal sera aussi inférieure.

Ainsi à l'heure actuelle les entrepreneurs, après avoir commencé par les œuvres les plus profitables, sont obligés

dese rabattre sur celles de moindre importance. L'épargne nouvelle ne trouve plus d'emplois aussi lucratifs que l'ancienne, les bonnes mines sont ouvertes, les bonnes lignes ferrées construites, les centres les plus importants outillés. Ce qui reste à faire n'a plus la même importance et la même fécondité : mines moins riches, chemins de fer d'intérêt local, travaux publics des petites villes. La productivité des capitaux nouveaux suit le mouvement centrifuge des grandes inventions et va baissant sans cesse (1).

Cette cause d'appel de l'épargne faiblit donc de plus en plus et tend encore à déprécier le taux de l'intérêt puisque l'épargne est moins demandée alors que l'offre s'accroît toujours.

Étant données ces prémisses, il est logique de supposer que dans des pays exploités déjà depuis de longs siècles, où l'épargne nouvelle n'a plus un champ indéfini, ce phénomène s'accroîtra davantage. Le capital ne subit pas une crise, mais il est soumis à la loi de moindre productivité.

Ainsi de tous les facteurs qui exercent une action sur le taux de l'intérêt, il n'en est pas un seul qui ne le pousse dans le sens de la baisse. Quand on pense à la brièveté du temps qui a suffi aux causes déprimantes pour amener un avilissement de l'intérêt, il est difficile de penser qu'il s'arrête là. M. P. Leroy-Beaulieu pense (2) « qu'à moins d'événements extraordinaires comme une nouvelle

(1) Voir au sujet de la productivité des capitaux nouveaux dans les vieilles sociétés le *Journal des économistes*, de juin 1892 et la séance de la Société d'économie politique à laquelle nous avons emprunté la plupart des éléments de ce paragraphe.

(2) LEROY-BEAULIEU : *Traité d'économie politique*, livre II, p. 154.

grande guerre, on peut annoncer que les étapes de baisse de l'intérêt vont se précipiter, qu'on reverra bientôt ces taux de $2\frac{1}{2}$ à $2\frac{3}{4}$ qui se voyaient souvent sur les places de la Hollande à la fin du XVIII^e siècle; qu'on ne s'arrêtera pas là, et qu'il est possible qu'un jour qui n'est peut être pas très éloigné, dans vingt, trente ou quarante ans par exemple, les placements de premier ordre ne rapportent plus que $1\frac{1}{2}$ ou 2 p. 100 sans que l'on puisse dire que ce soit là le terme définitif » (1). En effet, la décroissance n'aura pas de limite, car la marchandise-épargne, différente en cela des autres marchandises, n'exige pas de frais matériels de production, mais seulement des frais moraux et se suffit à elle-même.

Certains économistes comme Stanley Jevons, Mangold, tout en étant persuadés de la longue durée de la baisse, admettent cependant une restriction; le taux de l'intérêt doit baisser « à moins d'un constant progrès dans les arts ». M. P. Leroy-Beaulieu est plus catégorique et reste moins dans l'abstraction, il n'admet aucune restriction à la théorie de la baisse de l'intérêt.

Sans doute certaines causes absorbantes de l'épargne : les grandes découvertes ou inventions susceptibles d'application pratique, l'émigration des capitaux, les guerres et les bouleversements sociaux, ce que M. P. Leroy-Beaulieu appelle « les causes antagonistes », tendent à relever par moment le [taux d'intérêt ou à *en ralentir la*

(1) M. Leroy-Beaulieu dit encore : « On ne pourrait éprouver de surprise si ultérieurement, dans un demi-siècle, le taux de l'intérêt pour les placements de premier ordre, c'est-à-dire à la fois d'une complète sécurité et d'une grande facilité de négociation, s'abaissait à $1\frac{1}{2}$, $1\frac{1}{4}$, peut-être même à 1 p. 100. » *Opinion citée*, 3^e édit., 1900, page 165.

chute. Il ne faut pas s'exagérer la puissance de ces causes. Les inventions et les perfectionnements, qui complètent l'œuvre de la civilisation, « ne modifient pas assez profondément les conditions de la vie sociale pour provoquer un déplacement considérable des capitaux et créer d'abondantes sources de rémunération (1) ».

Ces causes pourront *peut-être* arrêter momentanément la baisse, même faire hausser l'intérêt, mais cet arrêt ou ce relèvement, qui ne saurait être que passager, ne surviendra que si ces causes absorbantes provoquent une augmentation rapide et considérable de la demande, sans quoi l'accroissement annuel de l'épargne suffira à la satisfaire. C'est *à peine* un arrêt dans la baisse qui reprendra sa marche en avant d'une façon plus rapide encore. Il peut donc y avoir une hausse momentanée de l'intérêt, mais la baisse se produira fatalement, car la conséquence finale de toute destruction de l'épargne et de tout progrès industriel est un abaissement du taux de l'intérêt (2).

§ 3.

Que penser de cette théorie ? Doit-on l'accepter ? Ou bien devons-nous la faire rentrer dans la catégorie des théories sujettes à caution et ne possédant qu'une vérité relative ?

(1) LEROY-BEAULIEU : *Compte rendu de la séance de la Société d'économie politique de Paris*, du 4 juin 1892.

(2) « La baisse qui s'est produite dans le passé se continuera dans l'avenir... elle obéit à des causes permanentes et n'a pas dit son dernier mot. » CHEYSSON : *Rapport sur les institutions patronales* (Exposition de 1889. Groupe d'économie sociale), p. 499.

Tout d'abord l'intérêt a-t-il véritablement baissé ? C'est douteux. Dans les discussions provoquées à la Société de statistique de Paris par les mémoires de M. Neymark sur le morcellement des valeurs mobilières et de M. Coste sur la part du capital et du travail, dans les séances de la session de l'Institut international de statistique tenue à Saint-Pétersbourg en 1897, dans les articles et conférences de M. Cheysson sur la crise du revenu et l'ère du travail, enfin dans les nombreux écrits de M. P. Leroy-Beaulieu on a comparé, afin de le prouver, l'intérêt payé de nos jours avec celui payé de 1845 à 1868 et l'on montre ensuite qu'il a baissé de 2 à 2,50 p. 100. c'est-à-dire qu'il a diminué en moyenne de 40 à 50 p. 100.

Ce raisonnement est mauvais. On est à côté de la question. Tout le monde est d'accord sur ce point que l'intérêt a baissé depuis 1868 ou plutôt depuis 1875 puisque la guerre de 1870 a provoqué un brusque relèvement de l'intérêt. Le démontrer, c'est enfoncer une porte ouverte. Ce sont justement ces baisses et ces hausses qui constituent les variations de l'intérêt. La question est autre. Il faut savoir si, depuis que le phénomène de l'intérêt existe, il a véritablement baissé. Pour la résoudre, il ne faut pas comparer le loyer de l'épargne payé à une époque de prospérité commerciale ou industrielle comme de 1845 à 1868 avec celui payé à une époque de dépression comme de 1875 à 1898. En raisonnant ainsi on fait un sophisme, car on démontre une baisse permanente par une baisse accidentelle, et on compare deux périodes trop différentes. Mais il faut comparer l'intérêt de deux périodes de prospérité ou de dépression, c'est-à-dire l'intérêt de deux périodes semblables, et si nous trouvons une dimi-

nution du taux de l'intérêt dans la période postérieure nous pourrions alors en déduire peut-être que l'intérêt a baissé.

Jusqu'à présent, rien ne nous autorise à croire que l'intérêt a baissé. Si nous comparons l'intérêt actuel avec l'intérêt payé de 1737 à 1760, période où le capital ne trouvait pas d'emploi lucratif et sur laquelle nous avons de nombreux renseignements (1), nous ne trouvons pas de différence ou plutôt nous trouvons une différence en faveur de notre époque. .

Examinons maintenant les trois raisons de M. P. Leroy-Beaulieu. Ces trois raisons sont justes, mais aucune n'est décisive pour trancher la question de la baisse continue de l'intérêt. En effet, les faits observés exercent pendant la période actuelle une influence déprimante sur le taux de l'intérêt, mais il n'est pas certain qu'ils continueront encore à l'exercer dans l'avenir.

La croyance à un accroissement de sécurité est incertaine.

Au point de vue des risques sociaux, il est exact que « les risques provenant de l'incertitude des lois, de l'arbitraire de la justice, des fréquents désordres matériels tendent à s'atténuer (2) ». Nous sommes sans aucun doute dans une période de plus grande sécurité, mais cet état n'est pas général et la faiblesse des fonds d'États argentins, brésiliens, portugais, espagnols, serbes, tures en sont

(1) ROSCHER : *Principes d'économie politique*, tome II, chapitre III. Voir les notes.

D'AULNIS DE BOURONIL : *L'Avilissement du taux de l'intérêt, sa durée*. Paru dans la *Revue d'économie politique* de 1889.

(2) LEROY-BEAULIEU : *Précis d'économie politique*, page 150.

la preuve. Dans les autres pays comme en France, cette sécurité est exagérée : ce qui nous entretient dans cette illusion et ce qui nous empêche de la voir, c'est la comparaison qu'on fait de la prime d'assurance exigée de nos jours avec celle qu'on exigeait au moyen âge. La comparaison est vicieuse. Au moyen âge, comme l'a dit le

FONDS D'ÉTAT (22 mai 1901)	COURS au 22 mai	REVENU pour cent
Argentin 4 % 1896.	71.50	5.59
Argentin 4 % 1900.	70.20	5.69
Brésil 5 % 1898	93.50	5.37
Portugais 3 %	25.60	4.44
Espagne Extérieure 4 %	74.82	5.56
Serbe 4 % 1895	70.40	5.68
Roumain 4 % 1898.	76.65	5.15
Roumain 5 % 1899 (Bons du Trésor)	487	5.43

vicomte d'Avenel (1), l'intérêt des prêts purement mobiliers n'était pas à un taux normal, il ne résultait pas de la libre concurrence des prêteurs et des emprunteurs, car la location de l'argent était un délit aux yeux de la loi, un péché aux yeux de l'Église. De là l'extrême rareté des prêteurs, la mauvaise organisation du prêt et le taux inouï de l'intérêt, conséquences naturelles de l'absence de concurrents et du défaut de sécurité. Ce n'est qu'au

(1) *La Fortune privée à travers sept siècles.*

xvi^e siècle que la législation civile fut modifiée et que les foudres religieuses contre le prêt à intérêt perdirent de leur rigueur. Il y avait donc une prime d'assurance énorme, *car le prêt était défendu*. Mais c'était un phénomène anormal et il est mauvais de comparer l'intérêt à une époque de prohibition avec l'intérêt à une où il est légitime, les époques comparées sont trop dissemblables. De nos jours, si une loi interdisait l'intérêt, et l'hypothèse n'est pas absurde, un mouvement populaire pouvant porter au pouvoir un gouvernement socialiste, le loyer de l'épargne, qui ne peut être supprimé, monterait considérablement, la prime d'assurance devenant énorme. On verrait des cours semblables ou pires à ceux de nos fonds d'État pendant l'année 1848.

FONDS D'ÉTAT	1847		1848		REVENU pour CENT pendant 1848	
	plus haut	plus bas	plus haut	plus bas	plus haut	plus bas
5 %.	119.40	113.35	117.50	50 »	4 26	10 °.
3 % 1825	80.30	74.65	75.20	32.50	4 00	9 50 °.
4 1/2 % 1825	110.25	102 »	104 »	48.50	4 32	9 15 °.
4 % 1830	105 »	99.25	100 »	46 »	4 00	9 20 °.

Il est clair que des fonds qui peuvent subir une pareille dépréciation ont une sécurité exagérée.

Au point de vue des risques particuliers on a fait des efforts inouïs pour les bannir des placements, mais on n'a réussi qu'à les diminuer, car ils sont la condition nécessaire de toutes les affaires humaines. C'est le propre du

commerce moderne, vivant de crédit et de spéculation, d'entraîner avec lui un certain aléa. Il est aisé de prouver que les dangers courus par les capitaux n'ont pas diminué : le nombre des faillites n'a pas cessé de s'augmenter ; il est passé de 2.210 en 1850 à 17.772 en 1894 (1). Il y a donc aujourd'hui autant de faillites, de débiteurs insolubles et de colossales escroqueries qu'au temps jadis. Pourquoi espérer qu'il en sera autrement dans l'avenir ?

C'est pour cette raison du reste que l'argent placé dans le commerce en commandite simple ou autrement rapporte aujourd'hui encore un intérêt de 5 p. 100. Ce taux d'intérêt n'a jamais changé, même pendant la période de baisse de 1875 à 1898.

L'augmentation incessante de l'épargne est l'argument le plus sérieux et le moins discutable de la théorie de M. P. Leroy-Beaulieu. C'est un fait certain que l'épargne, résultant d'habitudes et de conditions sociales, très bien secondée du reste par les nombreuses institutions d'épargne, a vu son stock annuel s'accroître considérablement durant la fin de ce siècle. Dans la période de 1875 à 1883, par exemple, le nombre des déposants a passé de 12 millions à 21 millions et le stock de 7 à 12 milliards. On remarquera que ce progrès est énorme, si l'on réfléchit que l'institution a mis plus d'un demi-siècle pour arriver en 1874 à 12 millions de déposants et à 7 milliards de dépôts. L'épargne même a pris une allure plus savante par l'assurance. L'habitude de vivre sur ses capitaux n'a fait que se répandre. Certains pays comme

(1) DE FOVILLE : *la France économique*, p. 260. — BLOCH : *Annuaire statistique*, 1898, p. 335.

les États-Unis, l'Allemagne n'empruntent plus et sont entrés dans la catégorie des pays qui exportent de l'épargne.

Mais, de ce fait, faut-il conclure à un accroissement continu de l'épargne ? Un pareil raisonnement serait trop rigoureux, car trois causes doivent arrêter l'épargne dans sa marche progressive.

Tout d'abord la pléthore d'épargne actuelle est due à des causes toutes passagères. L'action d'épargner stimulée par la grande hausse de l'intérêt a continué à se produire instinctivement. Elle a été, en outre, fortement secondée par la production des anciens capitaux dont l'influence se fait pendant longtemps sentir. Mais ce mouvement progressif de la production de l'épargne, continué pendant un certain temps par suite de la force acquise, se ralentira dans un milieu stationnaire, où l'industrie est stagnante, car l'épargne se portera sur les capitaux de jouissance et les objets de luxe, son loyer n'étant plus suffisamment rémunérateur.

Le stock d'épargne, du reste, ne croît pas régulièrement par suite des diminutions causées par les mauvaises affaires. Les pertes de l'épargne pendant le siècle qui vient de finir (1) ont été énormes et les entreprises com-

(1) Presque toutes les créations faites en 1837 et en 1838 ont disparu. Beaucoup d'actionnaires savent-ils que les actions des Mines d'asphalte de Pyrimont-Seyssel, émises à 4.000 francs, se sont négociées à 40.200 francs pour tomber ensuite à 0. Le Seyssel allemand a valu 4.200 francs, le Seyssel belge 4.900 fr. 25, le bitume élastique Poloneau 1 500 francs, l'asphalte de Lobsam 6.000 francs, le bitume Maurel 2.900. Que sont devenus tous ces titres ?

NEYMARK : *Une nouvelle évaluation du capital et du revenu des valeurs mobilières en France.* Communication faite à l'Acad. des sciences méd. et pharm., séances des 4^{er}, 22 et 29 août 1893.

merciales, financières, des emprunts étrangers ont englouti des millions. En 1893 par exemple, la France a perdu un milliard à peu près sur les valeurs Argentines, Brésiliennes, Portugaises, Espagnoles, Grecques.

VALEURS MOBILIÈRES	COURS		PERTE
	TAUX d'émission	mars 1897	
Argentin 6 % 1881	459 »	225 »	234 »
— 5 % 1884	426 24	340 »	116 27
— 5 % 1886	448 75	330 »	88 75
Cordoba 6 % 1888	482 60	80 »	402 60
Catamarca 6 % 1888	473 75	403 »	343 75
Corrientes 6 1/2 % 1888	465 »	130 »	335 »
Mendoza 6 % 1888	470 »	420 »	350 »
Brésilien 4 1/2 % 1883	89 »	74 »	15 »
— 4 1/2 1888	97 »	74 »	23 »
— 4 % 1889	90 »	68 50	21 50
Bahia 5 % 1888	480 »	312 »	168 »
Cuba 5 % 1889	467 »	430 »	37 »
Hellénique 5 % 1881	373 »	329 »	44 »
— 5 % " " 1884	346 50	346 50	» »
— 4 % 1887	395 »	340 »	85 »
Portugais 4 1/2 % 1889	485 »	150 »	335 »
— 4 % 1890	436 50	130 »	306 50
— 4 1/2 % 1891	437 50	363 »	74 50

Ces pertes de l'épargne sont générales chez tous les peuples prêteurs. En 1893, l'Allemagne a perdu 700 à 800 millions. L'Angleterre, elle aussi, a subi des pertes sur les emprunts étrangers, pour lesquels on a partiellement ou complètement suspendu les paiements, ou bien dont les intérêts ont été réduits. Mais ce qu'il y a de plus grave, c'est que ces pertes sont perpétuelles. M. Clément Juglar a montré que les crises de bourse, les commotions industrielles se sont produites périodiquement et se reproduiront toujours. Cette année même, l'Allemagne a été le théâtre de catastrophes financières.

« Il semble, dit Léon Say (1), qu'il y a un accident économique qui se produit toujours de la même façon et qui se reproduira probablement pendant bien des siècles... parce qu'il est le résultat d'une maladie morale qu'on ne pourra guérir qu'en modifiant la nature humaine. Quand les habitants d'un pays ont accumulé des épargnes extraordinaires, dont le montant dépasse ce que le train courant des affaires peut absorber aisément, ils sont pris de vertige, ils se mettent à la recherche de placements avec inquiétude, avec hâte et bientôt avec une furie singulière. C'est comme une frénésie qui leur fait perdre le jugement.... Ils ne se rendent pas compte des conditions naturelles des affaires, ils n'écoutent plus les conseils de la prudence et comme les papillons ils se brûlent à toutes les chandelles. Ils perdent le sentiment de la réalité et croient au surnaturel. »

Enfin de nouveaux phénomènes vont affaiblir la portion

(1) LÉON SAY : *les Interventions à la Bourse depuis 100 ans*, in-8° 1886, Alcan.

de biens que les hommes prévoyants retirent de la circulation, et arrêteront l'accroissement de l'épargne : augmentation du budget, nouvelle façon de comprendre l'impôt.

En France, de 1874 à 1899, le budget s'est accru dans de grandes proportions : les dépenses ont progressé de 2.623 à 3.495, soit 872 millions ou 35 millions en moyenne par an d'augmentation. L'étatisme et le militarisme sont principalement la cause de cette croissance des budgets.

L'extension des attributions de l'État se fait principalement sentir de nos jours. Les gouvernements modernes ont un caractère de plus en plus démocratique et c'est le propre du gouvernement démocratique d'accroître de plus en plus les attributions de l'État. Les États voyant leur rôle grandir sans cesse se trouvent chargés de services nombreux dont ils ne s'occupaient presque pas jadis : tels que ceux de l'instruction (1) ou des travaux publics et dont ils laissaient la charge soit à des corporations religieuses, soit à des associations privées. En dehors de ces services anciens accrus, des attributions nouvelles incombent à l'État par suite ou de nouveaux besoins ou d'inventions récentes : services des postes et télégraphes, grands départements ministériels, tels que l'agriculture, le commerce, les colonies, le travail, l'assistance publique, l'hygiène, etc. Ainsi l'État par un sentiment intelligent de sa responsabilité sociale peut se substituer à l'initiative privée, mais comme à toute fonction publique correspond une dépense, il en résulte que ce développement des attri-

(1) De 1869 à 1879 on a dépensé un milliard pour la construction des écoles. La dotation nationale et départementale de l'instruction publique a augmenté de 80 p. 100.

LEROY-BEAULIEU : *Traité de la science des finances*, t. II, p. 170.

butions de l'État se traduit par un accroissement proportionnel du budget.

La progression ininterrompue des armements sur terre et sur mer, c'est-à-dire le militarisme, avec toutes ses conséquences, la guerre d'abord, la paix armée ensuite, crée des charges énormes. Le fardeau qui pèse sur la France et sur l'Europe n'a pas cessé de s'alourdir. Sur les 3 milliards et demi de dépenses de l'État, près des deux tiers sont consacrés à payer les frais des guerres passées ou les préparatifs des guerres futures. On évalue à un milliard la dépense qu'a causée à la France la réfection de son matériel d'artillerie, le développement de l'appareil de défense de ses côtes et l'augmentation de sa marine de guerre. Le résumé de ce mal apparaît dans la note que le ministère des affaires étrangères de Russie remit le 12 août 1899 par ordre du Tsar à tous les représentants accrédités à Saint-Petersbourg. « Les armements à outrance transforment la paix armée en un fardeau écrasant que les peuples ont de plus en plus de peine à porter. Il paraît dès lors évident que si cette situation se prolongeait elle conduirait fatalement les peuples à ce cataclysme même qu'il tient à écarter et dont les horreurs font frémir d'avance toute la pensée humaine. »

De nos jours, un changement est en train de se faire dans les esprits au point de vue de la façon de comprendre l'impôt. On se préoccupe beaucoup moins de chercher l'impôt le plus productif ou le moins vexatoire que de chercher l'impôt le plus conforme à la justice. On abandonne le terrain économique et fiscal pour se placer sur le terrain politique et social. On subit l'influence socialiste et on cherche dans l'impôt un moyen de corriger l'inégale

répartition des fortunes. On va donc avoir recours de plus en plus à l'impôt direct, le seul qui permette de répartir les charges proportionnellement à la situation de fortune des contribuables et qui permette de faire payer aux riches plus qu'aux pauvres.

Le résultat de ces différents phénomènes : croissance des budgets sous l'influence de l'étatisme et du militarisme, tendance à l'impôt progressif, sera d'augmenter considérablement le taux de l'impôt. Mathématiquement l'épargne sera moins forte. Les créateurs de l'épargne actuelle sont tous ceux qui ont un surplus de revenu ; or, une grande partie de ceux qui possèdent actuellement ce surplus vont en être lentement privés, ce surplus ira grossir les recettes de l'État et lui permettre d'équilibrer le budget.

Déjà, en France, on aperçoit les premiers symptômes de cet état. M. Jules Roche a fait observer que depuis quelques années le mouvement ascensionnel de la richesse générale s'est notablement ralenti. La valeur des successions ouvertes passe pour une mesure fidèle de la fortune nationale ; or, de 1851 à 1869, les valeurs successorales passent de 1.831 à 3.626 ; de 1873 à 1886, elles progressent de 3.711 à 5.265 ; en 1896, les valeurs successorales n'ont atteint que 5.544 millions ; la moyenne des trois années 1894, 1895, 1896 ne dépasse pas 5.700 millions, c'est donc de 1880 à 1896 un accroissement de moins de 10 p. 100, au lieu de 41 p. 100 de 1873 à 1880 et de 100 p. 100 de 1851 à 1869. M. P. Leroy-Beaulieu est également d'avis qu'il y a en France diminution de ce qu'on appelle la richesse acquise. Conclure à un accroissement continu de l'épargne est très hasardeux.

Resté la troisième raison de M. Leroy-Beaulieu, la diminution de productivité des nouveaux capitaux créés dans un état donné de civilisation. Cet argument auquel son auteur attache une importance décisive, c'est, dit-il, la clef de la tendance à la baisse du taux de l'intérêt (1), est fondé sur une croyance pessimiste : celle d'une limite fatale imposée à l'industrie humaine (2).

Rien ne justifie cette croyance.

Nous allons montrer que le capital n'est pas soumis comme la terre au rendement non proportionnel.

La baisse de la productivité du capital n'ira pas croissant.

Les capitaux sont toujours très utiles, il n'y a pas eu diminution dans les services qu'ils rendent. Depuis l'introduction de la machine à vapeur et l'application de la science à l'industrie, leur emploi, encore accru par leur faible durée à l'heure actuelle, a pris dans le monde une intensité singulière. La quantité répandue dans toutes les branches de la production, depuis l'avènement de la grande industrie, a déjà décuplé.

Nous ne sommes qu'au début de cette évolution industrielle, elle se continuera pendant longtemps, et puisque le progrès industriel s'opère principalement par la substitution de la machine à l'homme dans l'œuvre de la production, on peut dire qu'il ne s'arrêtera qu'au point où dans l'opération productive un moteur mécanique ou un agent chimique cesse de pouvoir suppléer à l'action d'une force intelligente. Ce point est éloigné. Aujourd'hui des

(1) LEROY-BEAULIEU : *Traité d'économie politique*, t. II, p. 157.

(2) GIDE : *Principes d'économie politique*, 6^e édition, p. 502.

machines exécutent des œuvres qui paraissaient autrefois du ressort de l'intelligence.

Une multitude de progrès inconnus sont encore à réaliser ou à propager et les débouchés du capital s'agrandissent de jour en jour. A l'heure actuelle même une transformation considérable est en train de s'accomplir par la substitution de l'électricité comme agent moteur, agent chimique et par le renouvellement complet de l'outillage industriel (1). La machine à vapeur est un instrument très défectueux, en ce sens qu'elle n'utilise qu'une très faible partie — 1/10 tout au plus — de la chaleur développée par la combustion du charbon. Il y a déperdition énorme du foyer à la chaudière et déperdition considérable encore de la chaudière à la machine proprement dite (2). L'électricité, cette force motrice spéciale, va donc la remplacer, elle s'applique déjà à l'éclairage et à l'outillage des transports à faible distance : tramways électriques, funiculaires.

Dans quelques années ce mode d'énergie va s'étendre aux chemins de fer et il ne se manifestera pas seulement par la création d'un nouveau matériel roulant, mais encore par la réfection totale des lignes existantes, qui ne pourront supporter la vitesse des nouveaux trains et dont quelques-unes même sont déjà insuffisantes aujourd'hui.

Les procédés de la plupart des industries vont être révolutionnés par l'électricité. Le mouvement se commu-

(1) L'industrie est un déménagement perpétuel, disait un jour à M. Passy le directeur du Creusot, M. Schneider.

(2) Un ingénieur, M. Le Bon, a été jusqu'à dire : « J'espère bien qu'avant vingt ans, le dernier exemplaire de ce grossier appareil aura été rejoindre dans les musées, les haches de pierre de nos primitifs aïeux. »

niquera donc également à l'industrie. Le vaste outillage de la production moderne, outillage très coûteux, sera remplacé par une nouvelle *machinery* utilisant l'énergie électrique.

Enfin lorsqu'on connaîtra absolument le moyen d'envoyer cette énergie à de grandes distances (déjà des découvertes ont été faites en ce sens en Amérique), il se produira un déplacement des centres industriels. Aujourd'hui ils sont dans la région des mines, demain ils seront dans la région montagneuse, riche en chutes d'eau, où d'immenses mines de houille blanche seront créées.

Un grand appel de capitaux, analogue à celui du xix^e siècle, est en instance de naître. Tous les capitaux trouveront dans ces travaux un emploi rémunérateur,

Et qu'on ne pense pas que cette seconde révolution causée par l'électricité soit un rêve ou une hypothèse. Avant les chemins de fer, et même à leur début, pouvait-on soupçonner la transformation immense qu'ils ont amenée ? M. Thiers n'y voyait qu'un joujou pour aller se promener à Saint-Germain, M. Dufaure n'admettait pas qu'ils pussent servir au transport du bétail, et les créateurs de la ligne de Stockton-sur-Tees prévoyaient un transport de dix mille tonnes de charbon. Ils devaient en avoir quelques années après cinq cent mille.

Si les capitaux n'ont pas perdu de leur valeur, pourquoi leur productivité a-t-elle diminué de nos jours ?

Cela vient de ce que le progrès a été moins rapide dans la dernière période du siècle, il y a moins d'inventions et de découvertes générales. M. Leroy-Beaulieu en a conclu que l'outillage industriel et économique, qui était à refaire lors de l'apparition du chemin de fer et de l'application

en grand de la machine à vapeur, est aujourd'hui terminé et que les inventions nouvelles qui se produisent *sont plutôt de nature à intéresser le savant qu'à influer sur la civilisation.*

La première partie de la conclusion de M. P. Leroy-Beaulieu est en partie inexacte. Sans doute, en ce qui concerne la productivité, si l'on considère une même industrie, par exemple celle des chemins de fer ou l'éclairage au gaz, il est certain qu'il y a une limite à leur développement, mais si l'on considère la productivité en général, comme les industries anciennes sont sans cesse remplacées par les nouvelles, rien n'autorise à croire que les transports électriques seraient moins rémunérateurs que ceux par chemins de fer, ou l'éclairage électrique que l'éclairage au gaz. Si donc le taux de l'intérêt, en le limitant à la productivité des capitaux, s'abaisse par suite de l'épuisement des anciennes inventions, d'autres grandes découvertes peuvent se produire et nous ramener à des taux élevés.

La seconde partie de la conclusion de M. P. Leroy-Beaulieu est radicalement fausse et quand, entraîné par ses prédictions scientifiques, il prétend que la période de 1845 à 1865, pendant laquelle l'humanité a transformé tous ses moyens de production industrielle et commerciale, où il s'est fait plus de changements en vingt ans qu'auparavant en vingt siècles, est exceptionnelle dans l'histoire du monde, il exagère et subit trop l'influence de l'optimisme contemporain.

Cela ne serait exact que si la science était arrivée à son dernier degré de perfectionnement et la terre parvenue à son plus haut point de civilisation. La situation n'est pas

telle. Nul ne peut savoir, à aucune époque, ce que des découvertes en germe dans celles qui ont été déjà réalisées peuvent amener de changements dans les conditions du travail et de l'effort humain. Le progrès n'est pas continu. Dans sa marche en avant, vers la réalisation d'une fin qui recule toujours, il procède par étapes et série ses manifestations. La productivité des capitaux, qui se moule sur le progrès, ne se déroule pas suivant une ligne droite, mais elle a des mouvements brusques et varie capricieusement. Nous sommes à une période de repos. Cette période cessera sans doute bientôt car nous allons assister à l'application de la découverte de l'électricité dans toutes les branches de la production. Le progrès humain n'a aucune limite et un temps arrivera où l'époque actuelle avec sa morale, avec ses perfectionnements, sera considérée comme une époque barbare. L'histoire nous montre dans l'évolution économique de l'humanité des périodes de transformations brusques suivies de longues périodes d'un état plus ou moins stationnaire. Il est vraisemblable de penser que la grande révolution économique de notre temps sera suivie d'un repos ou d'une phase de progrès lent pour aboutir de nouveau à une nouvelle révolution économique.

Ainsi les objections formulées par M. Leroy-Beaulieu et les économistes optimistes sont assez semblables à celles qu'on pourrait faire en montrant le mont Blanc, comme preuve que la terre n'a pas la forme d'un sphéroïde. Ces économistes ne distinguent pas les phénomènes généraux des phénomènes secondaires.

On ne peut rien conclure des symptômes actuels à une baisse continue du taux de l'intérêt. Il n'y a pas une force

constante qui pousse le taux de l'intérêt à s'abaisser. Nous ne sommes pas en présence d'une loi sociale, comme le prétend M. P. Leroy-Beaulieu, mais seulement d'un événement historique, dépendant de causes extérieures et variables et ne présentant à aucun degré le caractère de permanence et de nécessité des lois naturelles.

L'histoire est d'ailleurs là pour nous montrer que le phénomène de la baisse du taux de l'intérêt a toujours été passager. L'Europe a déjà passé par une pareille accalmie au cours du XVIII^e siècle. L'épargne accumulée en Angleterre, dans les Pays-Bas, dans les villes Hanséatiques, en France, en Espagne ne trouvait pas d'emploi lucratif. Les placements à l'étranger étaient dangereux. L'épargne était donc obligée de chercher un emploi dans l'industrie nationale, que le défaut de lumière réduisait à peu de chose. Le taux de l'intérêt était fort bas. Nous voyons en 1737 le 3 p. 100 anglais atteindre le cours de 107 francs (soit un intérêt de 2,80 p. 100) qu'il conserve pendant quelques années. La guerre avec la France fait baisser cette valeur, mais en 1749 elle dépasse le pair et nous la trouvons à 106 en 1753, à 104 en 1754, à 103 en 1755.

Adam Smith qui vivait à cette époque nous parle d'une baisse de l'intérêt descendu de 10 p. 100, cours ordinaire au moyen âge, à 3 p. 100, taux qui se payait de son temps. Roscher nous apprend que dans les parties florissantes de l'Allemagne du Nord (1), le taux de 3 p. 100 était normal pour les placements de première sécurité; la caisse des veuves (Wittwen-Kasse) des professeurs de l'Université de Gottingen avait pris ce taux pour base de ses calculs.

(1) Principalement sur toutes les places maritimes et commerciales.

En Espagne aussi, d'après Roscher, le taux d'intérêt tomba sensiblement à la même époque et sur la place très commerçante de Cadix le taux de l'intérêt était à 3 p. 100.

Le phénomène était encore plus sensible dans les Provinces-Unies. Un écrivain hollandais, M. d'Aulnis de Bourouil (1), cite des cas curieux de l'avilissement de l'intérêt dans la seconde période du XVIII^e siècle. M. d'Aulnis de Bourouil puise ses renseignements dans les œuvres de Pinto et de S. Ricard qui ont recueilli les cours des effets publics sur la place d'Amsterdam, ainsi qu'au grand livre tenu par la maison de banque Naer et Kol d'Utrecht en 1760.

Pinto, dans son *Traité de la circulation et du crédit*, constate que les obligations 2 1/2 p. 100 de la province de Hollande se trouvaient au pair et même au dessus. Les obligations de la Frise occidentale qui donnaient 2 p. 100 montent, comme le 2 p. 100 de Hollande, à 110 en 1774. Le 3 p. 100 de l'Université d'Amsterdam passe également le pair.

Samuel Ricard, dans son *Traité général de commerce*, écrit que les propriétaires d'actions de la compagnie des Indes orientales ne reçoivent pas plus que l'intérêt habituel à cause de la hausse des cours, soit 2,75 p. 100.

D'après les livres de la maison de banque Naer et Kol d'Utrecht, les obligations des États Généraux cotaient 106 en 1766, 105 en juillet 1770 et 107 en mars 1773. Le

(1) *Der Zinsuss. Die Ursachen seines Sinkens und seine nachste Zukunft.* Voir D^r baron d'AULNIS DE BOUROUIL.

Compte rendu par Ch. Secrétan dans la *Revue d'économie politique* de 1889.

2 3/4 p. 100 de la province d'Utrecht dépasse le pair, de même le 3 p. 100 de l'Amirauté d'Amsterdam, et le 2 1/2 p. 100, le 2 p. 100 du trésor du Stathouder. On faisait des placements sur hypothèque à 3,50 p. 100 : une hypothèque de 7.000 florins à 3,50 p. 100 fut vendue 101 1/2 le 11 mars 1776.

Il en est de la théorie scientifique de la baisse de l'intérêt comme de la théorie de Malthus sur l'augmentation de la population avec laquelle elle a des analogies frappantes ; chez toutes les deux nous trouvons la même origine, les mêmes généralisations excessives, le même enchainement rigoureux de propositions, enfin les mêmes erreurs.

La théorie de Malthus est une thèse anti-socialiste. Pour l'apprécier il faut connaître l'état matériel et moral de l'Angleterre à l'époque de sa publication (1). La grande industrie venait de naître. Les inventions de Watt, d'Arkwright, de Hargraves remplaçaient le travail à la main par le travail mécanique. Dans le nord de l'Angleterre des mines de fer et de charbon étaient découvertes et leur mise en exploitation favorisait le développement des manufactures. Le canal de Liverpool à Manchester était creusé et facilitait les communications. Enfin le commerce britannique sous l'influence de la transformation de l'industrie se développait dans de grandes proportions (2). Par contre, la révolution industrielle, comme tout changement soudain, bouleversait une multitude d'existences. Les ouvriers adaptés à l'ancien outillage,

(1) *L'Essai sur le principe de population*, paru en 1798.

(2) Il s'élevait de 13 millions de livres sterling en 1720 à 42.300.000 en 1790.

trop vieux ou trop routiniers pour s'adapter au nouveau, se trouvaient réduits à la misère tandis que le protectionnisme appliqué aux denrées de première nécessité renchérisait la vie et que le droit à l'assistance consacré par le statut d'Élisabeth encourageait la multiplication des pauvres (1).

Cet état de choses, en provoquant un sentiment de malaise et d'irritation dans la classe ouvrière, fit éclore de nombreux projets comme remèdes à ces maux. Il ne s'agissait pour y mettre fin que de réformer les gouvernements ou, mieux encore, de les supprimer. Cette thèse fut soutenue avec force par William Godwin dans son livre de la *Justice politique* et dans son essai sur *l'Avarice et la Prodigalité* (2).

L'essai sur le principe de population de Malthus est une réponse à cette thèse. Il prétend prouver qu'il est chimérique de demander à la réforme du gouvernement l'amélioration du sort de la multitude. Sa détresse ne provient pas des vices du gouvernement mais de sa multiplication trop rapide (3).

(1) De 1.720.316 livres sterling en 1776, la taxe des pauvres s'éleva à 2.167.749 en 1783, pour atteindre le chiffre énorme de 5.348.205 liv. en 1803.

(2) Godwin, qu'on peut considérer comme un des premiers théoriciens de l'anarchisme, soutenait que l'homme est naturellement bon et que tous les maux qui l'accablaient provenaient des institutions auxquelles on l'avait assujéti.

(3) « Les institutions humaines, quoiqu'elles puissent occasionner de grands maux à la société, ne sont réellement que des causes légères et superficielles, semblables à des plumes qui flottent sur l'eau, en comparaison des sources bien plus profondes du mal qui découlent des lois de la nature et des passions des hommes. »
MALTHUS : *Essai sur le principe de population*.

La théorie scientifique de la baisse de l'intérêt est également une réponse aux idées de Karl Marx et de Lassalle prétendant que les riches deviennent toujours plus riches et les pauvres toujours plus pauvres. Elle cherche à montrer qu'avec la marche du temps, on arrivera sans violence à l'expropriation fatale de la classe des capitalistes. Ainsi une même idée, un même désir de défendre et de légitimer les institutions présentes a fait naître ces deux théories.

Si nous entrons maintenant dans le détail, nous voyons que le principe suivant lequel l'épargne a une tendance à s'accroître plus rapidement que la demande correspond par la forme et le fond au « principe de population » d'après lequel chaque peuple a tendance à se multiplier d'une manière plus rapide que les subsistances. De même qu'il est nécessaire, puisque la population l'emporte tellement sur les subsistances, qu'une loi supérieure fasse obstacle à son progrès, que la guerre et la maladie fassent des coupes sombres dans l'humanité, de même il est nécessaire, l'offre de l'épargne l'emportant sur la demande, que des guerres, des emprunts et des kracks fassent « des saignées » dans le stock universel de l'épargne.

Ces deux principes sont également faux : ils peuvent avoir une valeur dans certains pays à une époque déterminée, *car ils représentent une situation temporaire* qui se produit régulièrement à des intervalles éloignés, mais ils ne sauraient raisonnablement prétendre *s'appliquer en tout lieu et en tout temps*. L'histoire de la population au XIX^e siècle nous montre, en effet, que les prédictions pessimistes de Malthus non seulement ne se sont pas réalisées mais encore qu'elles ont été cruellement démenties. Mal-

thus, en effet, a commis la grande erreur d'avoir considéré la question au point de vue objectif, alors que la question de la population est *moins une question biologique qu'une question psychologique*. Les prévisions sur la diminution du taux de l'intérêt ne se justifieront pas davantage et la théorie de la baisse de l'intérêt aura la même destinée que la thèse malthusienne. Cette théorie, malgré ses prétentions, n'est donc pas scientifique et, par conséquent, universelle, ce n'est qu'une *théorie de circonstance*. Ainsi, de ces deux théories qui semblaient avoir fourni la clef du mystère de la misère, il ne restera peut-être un jour qu'un souvenir, comme de toute doctrine créée pour la défense d'un système politique.

II

Quelle est donc la véritable théorie de la marche de l'intérêt ?

Le grand défaut de l'école optimiste est d'avoir trop subi l'influence des événements contemporains, en attribuant à des faits accidentels un caractère de permanence et de nécessité et en en tirant des conséquences opposées aux faits de l'histoire. Le véritable critérium d'une théorie c'est de la voir vraie dans toutes les circonstances semblables, dans tous les phénomènes sociaux. Si nous regardons le passé, nous voyons que le taux de l'intérêt n'était pas plus élevé sous l'empire romain qu'au milieu du ^{xix}^e siècle, qu'il était tombé au ^{xviii}^e siècle dans toute l'Europe, surtout en Hollande, à un taux très bas, plus bas même qu'aujourd'hui, après avoir été très haut pen-

dant le moyen âge et qu'il est remonté ensuite très haut au milieu du XIX^e siècle. L'histoire de l'intérêt est donc *une oscillation constante* et la théorie de l'intérêt *une théorie rythmique*.

L'intérêt, en effet, n'est pas le produit d'une force unique, mais le jouet des forces nombreuses, toujours en mouvement, perpétuellement en conflit, qui règnent dans le milieu social : forces ascendantes, comme la faiblesse de l'épargne, l'insécurité, la productivité des capitaux, les emprunts, et forces déprimantes, telles que la puissance de l'épargne, la sécurité, l'improductivité des capitaux. On ne peut le séparer de ces forces auxquelles il est intimement lié. Il en résulte qu'il est *impossible* que la marche de l'intérêt soit absolument droite, autrement il faudrait supposer que les forces ascendantes et déprimantes fussent *symétriquement égales* ; or, il y a infiniment de chances pour qu'il n'en soit pas ainsi. Toute progression ou toute régression de la société, comme toute invention, toute découverte, doit altérer la proportion des forces en jeu, augmenter ou diminuer la prépondérance d'une force sur l'autre, empêcher enfin l'uniformité du mouvement. La marche de l'intérêt, commencée dans une direction de hausse et de baisse, ne peut continuer toujours dans une même direction et nous devons écarter toute idée de stabilité dans le taux de l'intérêt, toute idée de mouvement du taux de l'intérêt dans un sens déterminé toujours le même, puisque la marche du taux de l'intérêt est variée par l'effet de la distribution asymétrique des forces qui le conditionnent, autour de la ligne du mouvement.

Le mouvement de l'intérêt ne pouvant être uniforme,

il n'y a donc pas d'autre alternative pour lui que le *rythme*, car le rythme se produit nécessairement partout où il y a un conflit de forces qui ne se font pas équilibre.

Ainsi l'intérêt, comme tous les phénomènes économiques et sociaux, est soumis à la loi du rythme, une des lois naturelles les plus fixes. Que l'on observe le prix moyen des céréales, le tableau des douanes, les relevés du mouvement des mariages, des naissances ou des morts, la marche de la population, le cours des fonds publics, la même conclusion se manifeste, la même concordance se retrouve ; on est frappé d'un fait très remarquable : la succession régulière de périodes croissantes et décroissantes. Rien ne suit une direction continue dans la nature, la continuité ne peut exister que là où une seule force existerait, mais là aussi il n'y aurait nul progrès.

Ce mouvement rythmique est donc une des conditions du progrès et il paraît fort probable que ce mouvement n'est qu'une manifestation de la vitalité de l'organisme économique. Ces alternatives de repos et d'excitation paraissent nécessaires à tous les organismes vivants supérieurs. La vie économique ne saurait être uniforme, autrement elle ne serait pas possible et nous avons vu que lorsque les gouvernements, croyant en la vertu de leurs lois et de leurs ordonnances, ont voulu, décrétant l'uniformité du taux de l'intérêt, soustraire l'organisme social à ses lois naturelles, la nature maltraitée a pris sa revanche par le viol systématique de la loi.

Turgot avait comparé le taux de l'intérêt au niveau de la mer, dont la baisse graduelle des eaux permet d'étendre la culture sur de nouvelles terres ; le taux de l'intérêt est

plutôt comparable au niveau de l'eau de ces grands fleuves dont les crues périodiques fertilisent les vallées qu'ils traversent, en fécondant au loin les terres ensemencées. Ainsi il n'y a pas « une inévitable nécessité à voir le fleuve de l'industrie humaine aboutir en fin de tout à une mer stagnante ».

CHAPITRE V

CONSÉQUENCES DES VARIATIONS DU TAUX DE L'INTÉRÊT

Quelles sont les conséquences des variations du taux de l'intérêt ? Est-il plus avantageux pour l'équilibre social, pour la prospérité d'une nation que l'intérêt soit en hausse ou en baisse ?

Il y a sur ce point deux doctrines opposées. La plus grande partie de l'École économique anglaise, Adam Smith, Malthus (1), Mac Culloch (2), et quelques économistes allemands, Roscher (3) entre autres, prétendent qu'une baisse trop considérable du taux de l'intérêt est un mal social. La prospérité d'une nation est en raison directe du taux des profits. La baisse de l'intérêt au delà d'une certaine limite conduirait à l'état stationnaire, au ralentissement de l'activité industrielle, à une dépression des classes moyennes et à la réduction générale de la vitalité économique du pays.

(1) *Principles*, Guillaumin, édition 1846, p. 278.

(2) « Partout où la part du capital est forte, il y a une plus grande demande de travail et la société augmente rapidement en population et en richesse. » MAC CULLOCH : *Principles*.

(3) *Principes d'économie politique*, ROSCHER, Guillaumin, 1857, t. II, p. 124.

Tout autre est la doctrine de Turgot et de quelques économistes français. Le faible taux de l'intérêt est un bien. La baisse de l'intérêt élargit le champ de la production et Turgot dans une image célèbre (1) compare le niveau de l'intérêt à celui d'un lac : si ce niveau s'élève, le nombre et l'importance des hectares cultivables baissent, la production diminue ; inversement, si ce niveau s'abaisse, la production augmente. La baisse de l'intérêt amènerait donc un surcroît d'activité et de production.

De ces deux points de vue lequel est le plus juste ? La vérité est que le phénomène de l'intérêt est trop complexe pour que sa hausse ou sa baisse puisse être regardée radicalement comme un bien ou radicalement comme un mal. La baisse de l'intérêt, par exemple, est bonne si elle provient de la diminution de la prime d'assurance, est mauvaise quand elle découle de l'improductivité des capitaux ou quand la stagnation des affaires détermine une pléthore d'épargne. Inversement, la hausse de l'intérêt est nuisible si elle provient d'une insécurité politique ou sociale, bienfaisante si elle naît de la productivité des capitaux.

La question, par suite de l'interdépendance des phénomènes économiques, ne peut être tranchée par un oui ou par un non et nous l'envisagerons d'une manière plus intime en examinant successivement les conséquences des variations du taux de l'intérêt aux trois points de vue de la production, de la répartition et de la consommation des richesses.

(1) *Réflexions sur la formation et la distribution des richesses*, édition Guillaumin, chap. LXXXIX, p. 59.

I

L'opinion générale est que la baisse de l'intérêt est favorable à la production, car si nous en croyons l'image de Turgot, l'essor de la production croîtrait avec la baisse de l'intérêt.

Au premier abord cette image semble exacte, plus le loyer de l'épargne sera faible, plus son emploi sera facile et des œuvres économiques jusque-là impossibles, puisqu'elles n'auraient pu faire leurs frais, pourront s'organiser avec un intérêt modique. L'industrie agricole, par exemple, qui manque de capitaux, pourra se développer, les sociétés de crédit agricole se multiplieront, la culture deviendra plus intensive et, grâce à l'achat possible d'engrais industriels, le rendement de la terre augmentera. Or, cela ne peut se faire avec un intérêt élevé. Voici une terre qu'on pourrait défricher, des maisons qu'on pourrait construire pour y loger des ouvriers, une ligne de chemin de fer qu'on pourrait établir, mais on sait d'avance que ces entreprises procureront un bénéfice insuffisant pour permettre de donner 5 p. 100 au capital engagé ; si l'intérêt courant est à cette hauteur, on s'abstiendra et la société en souffrira. Supposons que le taux de l'intérêt tombe à 2 p. 100, on s'empressera de les exécuter. Ainsi l'ensemble de la production sera facilité et « bon nombre d'entreprises qui serait un non-sens économique avec de l'argent à haut prix, deviennent abordables avec un taux abaissé. Il est des chimères d'aujourd'hui dont la baisse de l'intérêt peut faire demain une réalité » (1).

(1) CHEYSSON : *Bulletin de la Société d'économie politique*, 1893, p. 49.

Cependant le bon marché de l'épargne n'a pas l'importance que Turgot et ses successeurs veulent lui attribuer. Son image est belle mais inexacte — « et fait plus d'honneur à son imagination qu'à son jugement ». — Ayant fait une analyse incomplète des variations de l'intérêt, il a commis un sophisme d'induction et confondu l'effet avec la cause, en ne s'apercevant pas que le loyer de l'épargne était *la résultante*, non *la cause* de l'état de prospérité du milieu social et variait avec lui. Ce qui détermine la demande de l'épargne de la part des entrepreneurs, et cette demande joue un rôle important, ce n'est pas la cherté ou le bon marché de l'épargne (1), c'est l'emploi productif de l'épargne et cet emploi dépend des inventions générales de l'époque. Ce n'est donc pas le vil prix de l'épargne qui la fait employer, c'est son usage productif.

La principale préoccupation des entrepreneurs, lorsqu'ils empruntent des capitaux, est leur durée plus ou moins grande : si elle est longue la demande sera forte, au contraire si elle est courte la demande sera découragée ; pour une compagnie de navigation, par exemple, ce qui importe, c'est moins l'intérêt payé pour ses capitaux empruntés, que la durée matérielle, surtout économique de ses bateaux. Or, si l'intérêt baisse, l'emprunteur à long terme se verra distancé par des concurrents qui pourront emprunter, s'outiller à un taux plus réduit, ce qui amènera une réduction du profit de son capital. Nous verrons

(1) « Ce qui importe aux hommes, ce ne sont pas les prix, c'est d'avoir à leur disposition la plus grande quantité possible de biens économiques, de jouir de l'ophélimité totale la plus élevée. » VILFREDO PARETO : *Cours d'économie politique*, p. 345, t. I.

tout à l'heure dans l'étude des conséquences des variations de l'intérêt au point de vue de la répartition des richesses, que lorsque le capital voit sa rémunération diminuer, le profit de l'entrepreneur tend à baisser et si le taux des profits baisse, l'esprit d'entreprise est découragé et l'activité économique arrêtée. L'avalissement de l'intérêt serait donc nuisible à la production, aussi verrions-nous toujours, et l'histoire économique du XIX^e siècle le prouve, un taux d'intérêt élevé correspondre à une période d'activité commerciale et industrielle comme de 1845 à 1868 et un taux d'intérêt très bas coïncider avec une époque de dépression où la production est stagnante et l'activité industrielle faible.

C'est le contraire de la thèse de Turgot.

Il ne faudrait pas conclure que l'avalissement de l'intérêt est nuisible à la production, ou qu'un taux élevé lui serait profitable. La vérité est que le taux de l'intérêt est *indifférent* à la production ; n'oublions pas en effet que c'est *la production qui détermine le taux de l'intérêt* et non le taux de l'intérêt qui détermine la production.

II

Dans la répartition des richesses, la théorie générale prétend également que la baisse de l'intérêt est un bien et la hausse un mal : la baisse, dit-on, atteint directement les capitalistes en diminuant leurs revenus, les entrepreneurs en abaissant leurs profits, et les propriétaires fonciers en affaiblissant la rente de la terre. Seuls les travailleurs ne sont pas atteints. La baisse est un bien, elle pro-

duit une meilleure répartition des richesses et amène l'égalité des conditions en supprimant la question sociale.

Cette solution est trop optimiste; il y a de grandes réserves à faire pour certain des co-partageants.

§ 1

La baisse de l'intérêt, dit-on, atteint les capitalistes d'une double façon : d'une part elle diminue leurs revenus, d'autre part elle retarde, elle arrête la formation rapide de leurs fortunes. Les capitalistes par exemple qui placent à court terme, comme les créanciers hypothécaires (1), subiront la baisse à l'échéance de leurs prêts. Ils ont prêté à 5 p. 100, leur capital est remboursé, ils seront obligés de le prêter à 3 ou 4 p. 100. Quant aux capitalistes à long terme, tous ceux qui possèdent des rentes sur l'État ou des obligations des grandes compagnies de chemins de fer, comme ces fonds sont très demandés pour leur sécurité, ils monteront, dépasseront le pair et seront convertis, c'est-à-dire qu'on substituera à la dette ancienne portant un intérêt élevé, une dette nouvelle portant un intérêt moindre. C'est encore une diminution de revenu. Nous avons vu dans le chapitre précédent que la baisse fut rapide en France de 1876 à 1897. En 1875, on plaçait facilement son argent à un taux variant entre 5 et 6 p. 100 ; aujourd'hui, on le place entre 3 et 3.70 p. 100. La baisse de l'intérêt a donc causé une perte d'environ deux cinquièmes, c'est-à-dire de 35 à 40 p. 100. Les capitalistes anciens sont obligés de se

(1) La durée des prêts est en général de cinq ans.

réduire ou de travailler ; quant aux capitalistes nouveaux, quinze années d'épargne au lieu de dix leur seront nécessaires pour arriver à vivre de leurs rentes, car les cent mille francs qui leur procuraient une certaine aisance (6.000 francs de revenu) avec un intérêt variant de 5 à 6 p. 100 ne produiront plus que les trois cinquièmes de cet avantage (3.000 francs de revenu) avec un intérêt tombé à 3 p. 100. La baisse de l'intérêt *atteint donc très sensiblement le revenu des capitalistes*. Sans doute le taux d'intérêt pourrait peut-être rester le même, mais alors la sécurité serait moindre.

En général les personnes qui placent leurs épargnes capitalisent une partie de leurs revenus et grâce à la loi des intérêts composés leur fortune s'accroîtra assez rapidement. La baisse retardera cette rapidité car la moindre fluctuation dans le taux de l'intérêt se repercutera très vite et les capitalistes *mettront plus de temps pour accumuler un capital* qui une fois formé produira moins de revenu. C'est la seconde conséquence de la baisse de l'intérêt défavorable aux capitalistes.

Le capitaliste ne peut se soustraire à la loi fatale de la baisse, de n'importe quelle façon il sera touché. En effet, si grâce à certaines combinaisons il s'adresse à des intermédiaires pour capitaliser : compagnies d'assurances ou caisses de retraites, comme ces établissements placent l'argent qu'on leur donne et reposent tous sur la capitalisation des intérêts, que leurs combinaisons sont d'autant plus profitables que le taux d'intérêt est élevé et d'autant plus désavantageuses que le taux d'intérêt est bas, le capitaliste sera encore atteint, car ou il recevra moins ou il paiera une prime plus élevée.

Ainsi la baisse de l'intérêt frappe fortement les capitalistes et si nous considérons non pas seulement une génération de rentiers mais des générations successives, cette baisse les atteindra encore davantage, son résultat inévitable est un amincissement, on pourrait dire « la volatilité des fortunes privées » (1). La baisse de l'intérêt équivaut donc à une véritable révolution sociale (2), elle anéantit une classe de la société qui pendant longtemps a été considérée comme une des plus nécessaires et fait disparaître tous les oisifs qui vivent exclusivement des produits d'un travail antérieur auquel ils n'ont pas participé.

Sans doute des capitalistes sont atteints dans leurs fortunes et dans leurs revenus, mais quels sont ces capitalistes ? Ce sont les *capitalistes nouveaux*. Obligés d'acheter des valeurs fortement capitalisées, que souvent la spéculation a fait monter, et ne pouvant les acheter que de temps en temps, la continuité de la baisse leur sera funeste. En France par exemple, tous ceux qui ont eu des épargnes à placer en 1895, époque de baisse, ont trouvé des conditions moins favorables qu'en 1860 ou 1873, époque d'intérêt élevé. Ce sont donc seulement les capitalistes nouveaux qui sont atteints et cela est d'autant plus

(1) *La Fortune privée à travers sept siècles*, vicomte d'AVENEL.

(2) La baisse de l'intérêt équivaut à ces lois de liquidation sociale, d'extinction brusque des dettes, dont l'histoire offre plusieurs exemples et que les socialistes appellent de tous leurs vœux. Mais elle n'en a pas la brutalité spoliatrice, et elle agit plutôt à la façon de ces lois lentes et implacables de la nature, qu'il faut bien subir, puisqu'il est inutile de se révolter contre elles.

Le Rôle et le Devoir du capital, conférence de M. CHEYSSON, *Réforme sociale*, 1^{er} avril 1893, p. 533.

vrai de nos jours qu'ils désirent des valeurs garanties par l'État ou consolidées par le temps, sans jamais vouloir courir le risque des affaires nouvelles.

Quant aux anciens capitalistes, c'est-à-dire tous ceux qui ont placé leurs capitaux en valeurs sûres et à long terme pendant une période de hausse, et cela est possible car beaucoup d'emprunts de sociétés anonymes, de grandes compagnies et d'États ne comportent pas de remboursement impossible ils sont assurés contre la baisse et ne la craindront pas. Les fonds publics français sont souvent cités comme preuve que leurs possesseurs ont eu en peu de temps leurs revenus considérablement réduits. C'est une erreur. Pour faire cette démonstration, on se garde bien de supposer que les capitalistes aient fait un achat de 3 p. 100, en ce cas ils auraient conservé la même rente pendant plus d'un siècle, mais on suppose qu'ils ont acheté d'autres titres émis par le gouvernement français, par exemple du 5 p. 100 ou du 4 1/2 p. 100 qui furent convertis et qui sont devenus aujourd'hui du 3 1/2 p. 100.

Or, il est évident que puisque les acheteurs avaient le choix dès 1825 entre le 3 p. 100 et ces titres, s'ils ont choisi ces derniers, c'est qu'ils y trouvaient des avantages qui balançaient la perte en cas de conversion, mais s'ils avaient acheté du 3 p. 100 pendant la période de hausse de l'intérêt de 1848 à 1875, ils auraient conservé leurs revenus intacts. Supposons un capitaliste ayant acheté en 1825, en 1850, ou en 1875 3.000 francs de rente en 3 p. 100 au cours moyen de 68 francs, il aurait dépensé 68.000 francs. De nos jours, il touchera encore 3.000 francs de rente, son revenu n'aura pas diminué. S'il veut se contenter de la

sécurité qu'avait le 3 p. 100 en 1825 ou en 1850. il pourra avoir un revenu plus considérable. En effet, vendant en 1901 son 3 p. 100 à 101,40 et achetant du 3 p. 100 prussien ou allemand à 88,25, ce capitaliste aura un revenu de 3.450 francs ; s'il achète du 4 p. 100 russe qui a une sécurité à peu près égale à celle du 3 p. 100 en 1825, il peut se procurer un revenu de 4.000 francs. Ce n'est pas une perte qu'il fait mais un gain. Ce n'est que s'il veut employer ce gain pour acheter une plus grande sécurité que son revenu se trouve réduit. On arriverait à une semblable conclusion en considérant la rente anglaise ou des obligations municipales et industrielles au-dessous du pair.

Non seulement les fortunes des anciens capitalistes se conservent, mais encore la baisse de l'intérêt les accroît, car cette baisse manifestée par une tendance régulière à la hausse des valeurs (il n'y a pas de fait économique plus certain) a pour effet d'augmenter, comme dit M. Leroy-Beaulieu « d'enfler » le capital de tous ceux qui ont placé leur épargne en valeurs sûres et à longue échéance. Le taux de l'intérêt a beau s'affaïsser, non seulement les anciens capitalistes n'en souffrent pas mais encore pendant la période de changement de capitalisation ils augmentent leur fortune en restant inactifs. Cette vérité est aisée à démontrer. En France, de 1872 à 1894, la rente 3 p. 100 est montée du cours de 52 francs à celui de 102, ce qui représente une hausse de 50 unités, soit de 100 p. 100 en vingt-deux ans ou de 4 p. 100 environ par an, de sorte que le rentier oisif qui aurait placé en 1872 100.000 francs en rentes 3 p. 100 aurait en 1894 une fortune d'environ 200.000 francs.

En résumé, l'inévitable conséquence de la baisse de l'intérêt est d'accroître les avantages des personnes ayant une fortune acquise. Ces personnes ont une sorte de monopole, le monopole de la première heure et moins de fortunes s'élèvent autour d'elles. La baisse de l'intérêt ne rapproche donc pas les conditions en diminuant l'écart entre les fortunes, mais établit au contraire une séparation de plus en plus profonde entre les capitalistes et le reste de la nation. Sans doute les théoriciens de la baisse de l'intérêt peuvent prétendre que « ce n'est qu'une conséquence passagère qui ne dure que pendant la période de changement du taux de capitalisation, car l'effet subséquent et plus durable est inverse, c'est de rapprocher les conditions (1) », mais nous avons vu que le taux de l'intérêt est soumis à la loi du rythme et qu'il se relève toujours. Cet effet éloigné ne se produira donc pas.

Et quand le vicomte d'Avenel essaie de démontrer que les capitaux privés s'émiettent de siècle en siècle sous l'influence de la baisse, il se trompe. Cet émiettement n'est pas dû à la baisse du taux de l'intérêt, et s'il est difficile de voir, dans les pays où les lois n'interviennent pas avec le droit d'ainesse, les majorats et les substitutions, une génération garder intégralement la fortune de la génération précédente, cela tient à des considérations sociales, telles que les partages successoraux, les imprudences et les prodigalités. Cet émiettement est de tous les temps.

(1) LEROY-BEAULIEU : *Essai sur la répartition des richesses*, page 261, *in fine*.

§ 2.

L'entrepreneur est l'individu qui produit pour le commerce, à ses propres risques et périls, dès qu'une division du travail assez développée amène la production sur commande.

La plupart du temps, surtout à notre époque, l'entrepreneur n'ayant pas de capital ou du moins un capital insuffisant, est obligé d'emprunter. L'intérêt annuel qu'il donne au prêteur en rémunération de son service constitue avec les salaires, l'achat des matières premières et l'amortissement du capital ses frais de production. Son profit est la part qui reste sur le produit total, défaction faite des frais de production. La baisse de l'intérêt favorisera les entrepreneurs, ils auront le crédit à bon marché, leurs frais généraux seront diminués, leurs bénéfices s'accroîtront, ils gagneront davantage.

D'autre part quand, suivant l'usage du commerce, un commerçant a vendu ses marchandises à terme, s'il éprouve un besoin d'argent devant l'échéance du terme, et cela arrive fréquemment, il s'adressera au banquier. Celui-ci escomptera sa lettre de change, c'est-à-dire qu'en échange de sa créance il lui avancera la somme qui lui est due, moyennant une retenue légère et variable qui est l'intérêt de la somme avancée. L'escompte est une forme de prêt. Grâce à la baisse de l'intérêt qui produit une affluence de plus en plus grande des capitaux, l'escompte s'abaissera. Ce sera une nouvelle source de bénéfices pour l'entrepreneur (1).

(1) Il existe actuellement en France pour 30 milliards d'effets de commerce, une baisse de 1/2 ou de 1 p. 100 dans le taux de l'escompte représente immédiatement 150 à 300 millions d'économie.

Il semble donc que les entrepreneurs aient tout avantage à la baisse de l'intérêt : facilité du crédit, diminution de l'escompte et la plupart des économistes sont de cet avis. En réalité, cela n'est pas vrai. Pour le montrer il faut dédoubler le problème et envisager successivement deux groupes d'entrepreneurs : les anciens et les nouveaux.

A l'inverse des anciens capitalistes que la baisse de l'intérêt favorise par l'accroissement de leur capital, les anciens entrepreneurs n'en bénéficient point.

En effet, à part quelques grandes compagnies qui peuvent convertir leurs obligations et diminuer leurs dettes, les anciennes entreprises continuent à supporter les charges du capital sur les bases existant lors de leur fondation et paient toujours les mêmes intérêts. Leurs frais de production ne sont donc pas diminués et leurs profits ne peuvent augmenter.

Quant à l'escompte, c'est un prêt d'une nature spéciale qui reflète essentiellement les fluctuations de la matière escomptable. Sans doute dans les grandes lignes son taux suit les mouvements généraux du taux de l'intérêt, mais il est sujet en même temps à des variations trop brusques et trop fréquentes, indépendantes de l'offre de l'épargne que nous avons envisagée jusqu'ici, pour qu'il soit certain que son abaissement soit une nouvelle source de bénéfices pour l'ancien entrepreneur.

La baisse de l'intérêt ne favorise pas les anciens entrepreneurs. Si nous allons au fond des choses, non seulement cette baisse ne les favorise pas, mais encore elle leur est nuisible, et alors que nous avons vu les anciens capitalistes continuer à toucher le même intérêt, le profit de l'ancien entrepreneur aura tendance à décroître avec la

baisse de l'intérêt, sans qu'il soit toutefois dépendant de ce dernier phénomène.

D'où provient cette baisse du profit ? Toutes les fois que les entreprises ne sont pas protégées par des privilèges légaux ou de fait et par des monopoles, le profit des entrepreneurs baisse. Cette baisse provient d'une concurrence toujours plus active des entrepreneurs faisant diminuer les prix et les profits. La baisse du taux de l'intérêt accentuera cet état de choses d'une part, parce que diminuant le nombre des rentiers oisifs, elle augmentera le nombre des entrepreneurs ; d'autre part, parce que ces nouvelles entreprises pourront être montées d'une façon très avantageuse. En effet, grâce à la baisse du taux de l'intérêt, les nouveaux entrepreneurs auront de moindres frais généraux, alors que les anciennes entreprises supportent toujours les charges du début de la fondation, ils abaisseront les prix et les anciennes entreprises gagnant moins, verront diminuer leur profit. Si les prix ne sont pas abaissés ils diminueront cependant par la concurrence et les anciennes entreprises seront encore touchées. Les anciens entrepreneurs seront ainsi placés dans une situation désavantageuse, situation qui pourra se traduire par de nombreuses faillites. Ainsi la baisse de l'intérêt leur est toujours nuisible. D'après ce qui précède on pourrait croire toutefois que si les anciens entrepreneurs sont atteints, les nouveaux ne le sont pas et que ce sont alors eux qui perçoivent tous les avantages de la baisse. Cela est douteux. En général, quoiqu'il n'y ait pas de règle sur ce point, on peut admettre que le profit de l'entrepreneur ou de l'industriel est en moyenne égal à l'intérêt du capital, qu'en d'autres termes si le taux de l'intérêt est de

5 p. 100, l'industriel ou le commerçant doit réaliser sur ses opérations un bénéfice de 10 p. 100 dont la moitié représente les intérêts qu'il paie ou ne paie pas à son créancier et l'autre moitié représente le profit proprement dit. Si donc l'intérêt tombe à 4 p. 100 ou à 3 p. 100, il y a des chances pour que le profit tombe lui-même à ce niveau ou vers ce niveau, car si distinct qu'il soit de l'intérêt, le profit, avons-nous dit, a tendance à en épouser les variations, à monter ou à descendre avec lui. Les nouveaux entrepreneurs ne gagneront donc pas davantage.

Cependant, il ne faut pas conclure que la baisse du taux de l'intérêt est encore défavorable aux nouveaux entrepreneurs. Ils savaient fort bien, en établissant le devis de leurs entreprises, les profits probables qu'ils toucheraient et s'ils s'en sont contentés, c'est qu'ils les trouvaient encore suffisants pour les rémunérer de leur travail. Ils n'ont pas à se plaindre, ils savaient à quoi s'en tenir. La baisse du taux de l'intérêt leur est donc *indifférente*. Ce que les entrepreneurs cherchent, c'est moins un intérêt bas que des affaires fructueuses, qu'un capital productif. Peu leur importe de payer un intérêt élevé, si les profits doivent être grands. Au début du XIX^e siècle, par exemple, l'intérêt était en France au moins à 6 p. 100 sinon davantage, ce taux n'arrêta pas l'essor des entreprises. C'est que ces entreprises étaient toutes très fructueuses, car la France, tributaire en grande partie de l'étranger, était imparfaitement et insuffisamment outillée. En réalité le taux de l'intérêt, comme celui des profits, n'est que l'effet, la traduction d'un état : la productivité des capitaux ; c'est tout simplement son ralentissement momentané qui leur

est nuisible, qui leur est funeste et c'est ce qui fait dire que le profit de l'entrepreneur dans une civilisation avancée tend à décroître avec le taux de l'intérêt.

§ 3.

Le propriétaire foncier est l'individu possesseur d'une terre ou d'un immeuble. Si nous le regardons attentivement, nous voyons que sa personnalité se dédouble en capitaliste et entrepreneur : c'est un capitaliste en tant que possesseur d'une terre ou d'un immeuble ; c'est un entrepreneur en tant qu'il vend au public les produits de sa terre ou les services de son immeuble. Pour connaître les conséquences des variations du taux de l'intérêt sur le propriétaire foncier, il nous faut l'envisager successivement comme capitaliste et comme entrepreneur.

Comme capitaliste, le propriétaire foncier, si l'achat de sa terre ou de son immeuble a été effectué à une époque d'intérêt élevé, est assuré contre la baisse par l'élévation graduelle et générale du prix des terres et des immeubles. Il profite d'une plus-value certaine. En effet, le prix d'achat d'une terre ou d'une maison dépend de l'élévation du profit qu'on en retire comparé avec l'intérêt du capital employé pour l'acquérir. *Ce prix s'élève ou s'abaisse en même temps que le taux de l'intérêt, mais en raison inverse* : par exemple, si une terre ou une maison rapporte d'une façon fixe 400 francs, elle vaudra 10.000 francs quand l'intérêt courant sera à 4 p. 100 ; si l'intérêt tombe à 3 p. 100 elle vaudra davantage, c'est-à-dire à peu près 12.333 francs, et quand l'intérêt remontera à 5 p. 100, elle ne vaudra plus que 8.000 francs. Ainsi la baisse du taux

de l'intérêt paraît être avantageuse pour le propriétaire foncier. Nous allons voir que c'est fort douteux.

La baisse du taux de l'intérêt peut exercer une action profonde sur la rente.

Un des points de la doctrine de Ricardo, c'est qu'après la première cause de rente fondée sur la mise en culture de terrains de qualité inférieure en regard de la fertilité des premiers, il y en a une seconde quand le sol du pays tout entier étant cultivé, on est obligé, par suite de la demande croissante de blé, d'employer à la culture de la terre, pour en accroître la fécondité, une somme de plus en plus grande de capitaux. Par suite de la loi du rendement non proportionnel, il arrive un moment où les derniers capitaux consacrés à la culture sont moins productifs que les anciens. Suivant un agronome allemand, M. de Thunen, si une couche de fumier d'un demi-pied d'épaisseur augmente le rendement dans la proportion d'un demi-grain de blé, une seconde couche de même épaisseur n'ajoutera qu'un surcroît de trois huitièmes de grain, la troisième d'un quart de grain. Cette diminution de rendement au delà d'une certaine limite est une seconde cause de rente, car si par le développement de la population la demande en subsistance devient plus forte, qu'elle ne puisse être satisfaite que par l'emploi d'un surcroît de capitaux et qu'on soit arrivé au point où ce surcroît donne un rendement non proportionnel, les prix des subsistances hausseront pour assurer une rente rémunérative à ces capitaux derniers venus. Mais de cette hausse même du prix des subsistances il résulte une source de bénéfices supplémentaires, qui sera la rente, pour les anciens capitaux employés à la culture. Avec un taux d'intérêt élevé les

prix et la rente pourront monter très haut. Avec la baisse du taux de l'intérêt, on incorporera au sol des capitaux qu'on n'aurait pas incorporés auparavant, car par leur peu de productivité, ils n'auraient donné qu'une rémunération trop chétive comparée au taux de l'intérêt courant, c'est-à-dire que les nouveaux capitaux se contentant de 3 au lieu de 4 p. 100 iront à l'agriculture, d'où baisse des prix et de la rente. La baisse de l'intérêt pourra donc, dans certains cas, amener une baisse de la rente et le propriétaire foncier subira alors comme entrepreneur une diminution de profits. (En cela il ne fait que partager le sort des anciens entrepreneurs industriels.) L'épargne à bon marché, en effet, rendant possible, ou bien la mise en culture de nouvelles terres dans des cas où l'insuffisance de bénéfices n'aurait pas permis jusqu'ici de le faire, ou bien la culture intensive par des améliorations, des drainages, des fumures qui rapportent peu, il y aura donc une augmentation de la production agricole et cette augmentation abaissant le prix de vente des produits affaiblira le profit agricole(1). Au point de vue immobilier, un intérêt peu élevé pousse à la construction de nouvelles maisons pour lesquelles on se contente d'un revenu moindre que celui qu'on eût exigé à une époque de hausse de l'intérêt. La concurrence des loyers abaissera leurs prix, d'où diminution du profit pour le propriétaire foncier possesseur de maisons. La baisse de l'intérêt sera

(1) Cette baisse de profits atteint les exploitants : propriétaires, fermiers ou métayers, dont les bénéfices diminuent, puis par répercussion les propriétaires fonciers dont les fermages baissent, enfin par une incidence plus lointaine encore les ouvriers agricoles dont les salaires subissent également une diminution.

donc funeste aux anciens propriétaires fonciers entrepreneurs.

Nous avons vu tout à l'heure que le prix des terres et des maisons est proportionnel au profit, à la rente ou aux fermages qu'elles procurent. Par exemple si le taux de l'intérêt est à 4 p. 100, une maison ou une terre, qui rapporte 400 francs, vaudra 10.000 francs; si elle rapporte 500 francs, elle vaudra 12.500 francs, mais si elle ne rapporte plus que 300 francs, elle ne vaudra plus que 7.500 francs. Or, si le résultat final de la concurrence est de diminuer le profit, le prix des terres et des maisons diminuera et le capital du propriétaire foncier s'affaîssera.

Ainsi la baisse du taux de l'intérêt touche doublement le propriétaire foncier comme capitaliste et comme entrepreneur. En réalité la baisse du taux de l'intérêt n'est pas avantageuse au propriétaire foncier comme le prétend la doctrine courante.

§ 4.

Il nous reste à examiner une question capitale des conséquences des variations du taux de l'intérêt sur la répartition des richesses. La baisse du taux de l'intérêt est-elle un bien ou un mal pour la classe ouvrière?

L'opinion générale est que la baisse du taux de l'intérêt constitue un avantage pour la classe ouvrière et la plupart des économistes(1) s'efforcent de nous montrer que le capi-

(1) C'est M. P. Delombre qui dans le *Temps* écrit : « La part du travail va en augmentant ; l'intérêt du capital s'abaisse, les salaires s'élèvent. » (Voir le *Temps* du 19 juin 1892.) C'est M. P. Leroy-Beaulieu qui démontre dans son *Essai sur la répartition des richesses et la tendance à une moindre inégalité des conditions* que l'abaissement

tal en se dessaisissant, durant ce dernier quart de siècle, de la plus grande partie de ses revenus les a attribués au travail.

Ce sont d'ailleurs les idées mêmes du chef de l'économie politique classique, de Bastiat. « Représentons, dit-il dans ses *Harmonies*, les produits totaux de la société à des époques successives par les chiffres 1.000, 2.000, 3.000 4.000, etc., je dis que le prélèvement du capital descendra successivement de 50 p. 100 à 40, 35, 30 p. 100 et celui du travail s'élèvera par conséquent de 50 p. 100 à 60, 65, 70 p. 100. De telle sorte, néanmoins, que la part *absolue* du capital soit toujours plus grande à chaque période, bien que sa part *relative* soit plus petite.

« Le partage se fera de la manière suivante :

	Produit total	Part du capital	Part du travail
Première période. . .	1.000	500	500
Deuxième période . .	2.000	800	1.200
Troisième période . .	3.000	1.050	1.950
Quatrième période . .	4.000	1.200	2.800

du taux de l'intérêt, des profits et des fermages profite à l'élévation des salaires — et qui reprend la vieille théorie de la baisse de l'intérêt en la mettant au goût du jour. Ce sont MM. Cheysson et Neymark qui mettent en présence d'une part la baisse de l'intérêt et de l'autre la hausse des salaires et veulent établir entre ces deux phénomènes un lien principal (voir *la Crise du revenu et l'Ère du travail*, conférence faite par M. Cheysson à Amiens le 26 avril 1897; publiée dans *la Revue politique et parlementaire* du 10 novembre 1897. — Voir la communication de M. Neymark à l'Académie des sciences morales et politiques sur *le morcellement des valeurs mobilières et la part du travail et du capital* publiée par le *Journal de la Société statistique de juillet-août 1896*). La question même a été soulevée au sein de la Société d'économie politique (voir le *Bulletin de la Société d'économie politique de février 1893*), puis de la Société de statistique de Paris (voir communication de M. Neymark, juillet 1896; communi-

« Telle est la grande, admirable, consolante, nécessaire et inflexible loi du capital (1). »

Cette doctrine même est si répandue qu'on la retrouve dans un discours prononcé à la Chambre des députés (2) par M. Rouvier, alors ministre des finances. « D'où viennent, disait-il, les revendications des masses populaires?... C'est que la part faite au capital est trop forte, étant donné ce qui revient au travailleur qui crée ce produit. Or, dans un pays où l'intérêt est à 3 p. 100, ce reproche s'effondre puisque la part du capital décroît tous les jours. » Et dans son rapport pour la section I du groupe d'économie sociale, M. Lavollée écrit : « C'est la main-d'œuvre qui profite en même temps que le consommateur de ce que prélève en moins le capital. La part du salaire en est augmentée (3). »

Ainsi, il y aurait une sorte de correspondance entre le capital et le travail. La preuve en est d'une part dans la baisse du taux de l'intérêt que nous avons vu se produire en France depuis une vingtaine d'années et d'autre part la hausse continue des salaires durant la même période (4).

cation Coste, décembre 1896. année 1896 du *Journal de la Société statistique de Paris*), et pourtant la majorité des orateurs admet que depuis vingt-cinq ans la part du capital n'a pas cessé de diminuer et que c'était au salarié qu'avaient été les sommes dont le rentier s'était trouvé privé.

(1) *Harmonies*, édition Guillaumin, 1854; chapitre Capital, p. 206, 207.

(2) Séance du 23 mai 1892.

(3) *Rapport sur la section I du groupe d'économie sociale*, t. I, p. 61.

(4) Voir BEAUREGARD : *Essai sur les théories du salaire, la main-d'œuvre et son prix*. — E. CHEVALLIER : *les Salaires au XIX^e siècle*. — LEVASSEUR : *la Population*.

Office du travail : Salaires et durée du travail dans l'industrie française, 4 vol., *l'Album graphique* (Imprimerie nationale, 1893-1897).

La baisse du taux de l'intérêt est donc un avantage pour la classe ouvrière ; elle tend à élever le taux des salaires et *il faut* que cette situation se prolonge indéfiniment, afin que l'intérêt, de plus en plus réduit, laisse à l'ouvrier une part de plus en plus forte, jusqu'au jour où chacun aura ce qui lui revient légitimement.

Nous allons montrer qu'il est douteux que la baisse du taux de l'intérêt augmente le taux des salaires.

C'est Ricardo le premier qui plaçant en hostilité permanente les profits et les salaires a mis en circulation cette opinion. Lui-même la traduit dans la proposition suivante : « La valeur entière des portions se partage en deux portions dont l'une constitue les profits du capital, tandis que l'autre est consacrée aux salaires des ouvriers... tout ce qui augmente les salaires réduit les profits... »

L'hypothèse de Ricardo serait juste si la somme que se partagent les ouvriers, les entrepreneurs et les capitalistes était une somme fixe. Il est bien évident qu'étant données trois parties prenantes dans le partage d'un produit donné, une des parts augmente on diminue de tout ce qu'on ôte ou qu'on attribue aux deux autres. Mais dans l'industrie, nous ne sommes jamais en présence d'un produit donné *toujours constant*, mais d'un produit à *créer fort variable*, il est donc bien évident que la part de l'ouvrier ne peut s'accroître par la diminution de celle des deux autres.

On s'est vite aperçu de la fausseté pratique de la formule ricardienne et de l'antagonisme irréductible qu'elle faisait naître entre le capital et le travail. C'est alors qu'on a dit : à considérer le produit que se partagent les capitalistes, les entrepreneurs et les ouvriers, non comme

constant mais comme variable, il n'en est pas moins vrai que si la part d'un des co-partageants : le capitaliste, est diminuée par suite des circonstances, la somme retranchée ira accroître la part des deux autres co-partageants : l'entrepreneur et l'ouvrier. C'est justement l'effet de la baisse du taux de l'intérêt de diminuer cette part, d'élever par contre-coup la part totale des ouvriers, et par répercussion le taux des salaires.

S'il y avait réellement, entre ces deux phénomènes, un rapport de cause à effet, il faudrait conclure qu'il y a toujours corrélation entre l'augmentation de l'un et la diminution de l'autre et nous verrions un taux faible de salaires correspondre à une période de hausse du taux de l'intérêt et réciproquement. Cela ne s'est jamais produit. En réalité il y a concomitance entre les hauts salaires et les hauts intérêts, concomitance entre les bas salaires et les bas intérêts. En France par exemple, le taux de l'intérêt a subi une hausse de 1845 à 1875 ; durant toute cette période où la part du capital est restée sensiblement la même, nous voyons le salaire s'élever régulièrement en dépit de toutes les crises qu'a pu subir l'industrie, bien que le droit de grève n'existe que depuis 1864, le droit de réunion depuis 1884, de telle sorte que la courbe qui représente les variations du taux des salaires durant ces années de prospérité est une ligne droite ascendante (1). Ce résultat apparaît clairement si nous regardons le tableau XXVIII de l'Album graphique publié en 1897 par l'Office du travail.

(1) Ce mouvement de hausse des salaires est *général*. En Allemagne, en Angleterre, en Belgique, en Italie, en Norvège, en Amérique, même au Japon, la rétribution annuelle des ouvriers s'est considéra-

Devant cette hausse simultanée des salaires et de l'intérêt, la plupart des économistes, forcés de s'incliner devant ces faits, ont soutenu que cette concomitance n'était qu'une simple coïncidence, produite à une époque anormale, où la production prenant un essor extraordinaire exigeait une demande de capital et de bras de beaucoup supérieure à l'offre. Juger autrement cette concomitance, ce serait commettre un sophisme; le sophisme de l'accident. Aujourd'hui de telles circonstances ne peuvent plus se renouveler et dans l'avenir la part du travail ne pourra s'augmenter qu'au détriment de celle du capital.

La simultanéité des hausses du taux de l'intérêt et des salaires est donc une preuve insuffisante de l'indépendance des deux phénomènes, mais la question serait résolue si on arrive à prouver que le revenu du capital employé dans la production n'a pas diminué en réalité et que dès lors le travail n'a pas pu profiter des sommes qu'on ne lui abandonnait pas.

Nous allons envisager la partie du capital employée dans la production et donnant un intérêt : les obligations, et voir si la diminution de leur revenu a pu, par une répercussion favorable, causer la hausse des salaires. Nous prendrons successivement les obligations émises avant la période de baisse du taux de l'intérêt et celles émises pendant la période actuelle.

Avant la période de baisse, les valeurs émises sont de deux sortes : fonds d'État et valeurs industrielles ou finan-

blement augmentée. Voir L. LÉVY : *Wages and earnings of the working classes*, Londres, 1887. — BLOCK : *l'Europe sociale*, Guillaumin, 1892, p. 324. — BODIO : *Annuario statistico italiano*, 1888, p. 436. — LEVASSEUR : *l'Ouvrier américain*, Larose, 1898, p. 310.

cières. La baisse d'intérêt des fonds d'État a-t-elle pu exercer une influence sur la rémunération du travail ? Les conversions du 5 p. 100 en 4,50 p. 100 puis en 3,50 p. 100 qui ont procuré au Trésor une économie annuelle d'environ 100 millions n'ont eu aucun effet sur les salaires de l'ouvrier. Elles auraient pu lui profiter indirectement d'une façon infinitésimale, puisque théoriquement toute conversion devrait causer une diminution dans les impôts, et affaiblir par contre-coup la part que prélève l'État sur chacun. Mais en réalité les conversions n'ont jamais servi à diminuer les impôts mais seulement à combler les déficits.

Quant au 3 p. 100 français et toutes les obligations industrielles ou financières, la diminution du taux de leur intérêt n'a pas pu profiter à l'ouvrier, puisque *le taux de l'intérêt n'a pas diminué*. Si les obligations paraissent rapporter moins aujourd'hui qu'autrefois, c'est uniquement parce que leur valeur nominale, leur valeur au cours de la Bourse s'est élevée. C'est leur taux de capitalisation qui a baissé et non le taux de leur intérêt. Lorsqu'une compagnie a consenti un emprunt à un taux déterminé, elle est obligée de verser chaque année les arrérages stipulés, malgré la baisse de l'intérêt. Si le capital nominal de ses obligations est doublé, cela la touche peu, elle paie toujours et la situation de l'ouvrier qu'elle emploie n'est nullement améliorée.

Si la compagnie peut opérer des conversions, il y aura là pour elle un bénéfice net. Mais qui en profitera ? Ce ne sera pas l'ouvrier, il l'ignorera en général. Et puis de quel droit irait-il réclamer sa part dans ce bénéfice où le travail ne lui semble jouer aucun rôle ? Enfin, ce bénéfice,

même s'il lui était entièrement attribué, ne pourrait donner à son salaire qu'une plus-value extrêmement faible (1).

D'ailleurs les conversions sont rares et ne sont pas toujours possibles, les particuliers ne pouvant pas, sauf accord avec les prêteurs, modifier le taux de l'intérêt avant l'échéance.

Si les obligations ont été émises pendant la période de baisse, il semble ici que la baisse du taux de l'intérêt a dû permettre de faire au salaire une part plus large puisque les frais généraux relatifs au paiement des intérêts seront moindres. C'est une erreur.

Lorsqu'un entrepreneur arrive dans une localité pour y fonder une industrie, il y trouve le prix de main-d'œuvre tout réglé; qu'il soit fort ou faible, il est forcé de s'incliner et il n'ira jamais offrir un prix supérieur à celui fixé par la coutume du moment. Au contraire, loin de vouloir améliorer la situation du travailleur, il songera plutôt à la réduire, car une économie journalière même très faible sur la paye de chaque ouvrier augmentera de beaucoup ses bénéfices ou ceux de la société.

Ainsi le capital ne s'est nullement dessaisi d'une partie de ses revenus pour les attribuer au travail. Une première partie en effet, les obligations antérieures à la baisse de l'intérêt, a toujours continué à recevoir la même rémunération; quant à la seconde partie, les obligations émises

(1) En général la réduction n'est que de 0,50 p. 100 soit 5.000 francs pour 1.000.000 de capital, de sorte que si nous prenons par exemple les mines de Lens, au capital de 3.000.000 de francs et qui emploient 9.500 ouvriers, l'augmentation par tête serait de 1,57 par an, soit 0,0052 par jour en comptant 300 journées de travail.

pendant la période d'avilissement du loyer des capitaux, la réduction qu'elle a éprouvée dans le prix de ses services n'a pas profité aux salaires (1).

Non seulement la baisse du taux de l'intérêt ne bénéficie pas aux salaires, mais encore elle leur est nuisible.

Tous les ouvriers laborieux qui, ne se contentant pas de vivre au jour le jour, pensent à l'avenir et s'efforcent de se constituer, par eux-mêmes ou par les institutions de prévoyance, une petite pension pour leur vieillesse sont touchés par la baisse.

En effet, quand l'épargne de l'ouvrier au lieu de lui rapporter 6 p. 100, comme sous Napoléon I^{er} et sous le second Empire, ne rapporte plus que 3 p. 100, l'ouvrier aura deux ou trois fois plus de peine pour passer rentier. C'est ainsi que d'après M. Cheysson (2), moyennant un versement annuel de 50 francs pendant trente ans, de vingt-cinq à cinquante-cinq ans, l'ouvrier obtiendra une pension de 410 francs avec un taux de 5 p. 100. Si ce taux tombe à 3 1/2 p. 100, la pension sera réduite à 270 francs, c'est-à-dire de plus du tiers (34 p. 100). Pour obtenir une pension de vingt sous par jour (390 francs) à cinquante-cinq ans, il aura à s'imposer pendant trente ans une retenue annuelle qui sera de 41 francs avec le taux de 5 p. 100 mais qui devra s'élever à 66, 70 avec celui de 3 1/2 p. 100.

Les institutions de prévoyance : caisses de retraites

(1) En 1897, 52 p. 100 des grèves ont été faites pour réclamer une hausse des salaires. *Bulletin de l'Office du travail* de mai 1895, p. 373.

(2) *Bulletin de la Société d'économie politique*, 1893, p. 20.

pour la vieillesse (1), sociétés de secours mutuels (2), seront donc forcées de modifier leurs tarifs et ou bien augmenteront leurs primes ou cotisations, ou bien réduiront les rentes qu'elles servent. Ainsi, par une singulière conséquence, comme le fait remarquer M. P. Leroy-Beaulieu, l'abaissement du taux de l'intérêt équivaut pour l'ouvrier prévoyant à une baisse des salaires puisqu'il faut prélever davantage sur ceux-ci pour assurer sa vieillesse et garantir en cas de mort du chef l'aisance de sa famille.

III

Quelles sont les conséquences des variations du taux de l'intérêt dans la consommation des richesses ?

Au point de vue général, la baisse du taux de l'intérêt semble être un avantage. En effet, l'État, et nous savons que c'est un des plus grands emprunteurs de capitaux, convertit ses rentes, d'où une diminution correspondante dans ses impôts. Dans le dernier quart du siècle, les trois conversions du 5 p. 100 en 4 1/2 p. 100 en 1883, du 4 1/2 en 4 p. 100 en 1887 et du 4 1/2 en 3 1/2 en 1894 ont procuré au Trésor une économie annuelle de 108 millions. S'il emprunte, il empruntera à bon marché, d'où moins d'impôts à créer pour gager ses emprunts. Cet avantage malheureusement n'est que théorique, il ne se produit presque jamais dans la réalité, et les conversions ne

(1) Voir le rapport au président de la République par la commission supérieure de la Caisse nationale des retraites pour la vieillesse, *Journal officiel* du 3 août 1894.

(2) Voir *Réforme sociale*, 1^{er} novembre 1892, p. 731.

servent qu'à combler des déficits budgétaires (1) au lieu de procurer des réductions de dépenses ou d'impôts. Bien plus, la baisse de l'intérêt produit une énorme déperdition d'épargne, les États, les départements et les communes profitent de cette baisse pour avoir recours constamment à des emprunts. « Il n'est, dit M. P. Leroy-Beaulieu, si mince bourgade, se qualifiant du nom de ville, qui ne doive avoir son chemin de fer, ni hameau si infime qui ne doive posséder une bonne route. On n'établit plus aucun rapport entre le prix d'un travail public et l'utilité qui en résulte. » Ces emprunts sont de véritables dépenses voluptueuses, faites au détriment de l'intérêt général.

Au point de vue plus spécial des consommateurs, il semble que la baisse de l'intérêt soit un bien. Dans le prix de revient de chaque produit, il y a une part destinée à la rémunération du capital, les prix doivent donc baisser avec la baisse de la part du capital et chaque consommateur en en bénéficiant aura la possibilité d'accroître ses consommations, ou d'augmenter son bien-être sans dépenser davantage, à moins qu'il ne préfère faire de nouvelles économies. En réalité, cet avantage est fort douteux. La question de la baisse concomitante des prix et du taux de l'intérêt est fort complexe, fort incertaine. Dans ce dernier quart de siècle, c'est le contraire qui s'est produit et en général les prix ont haussé alors que le taux de l'intérêt

(1) C'est sous la pression des déficits que M. Tirard, ministre des finances, convertit le 5 p. 100 en 4 1/2 p. 100 en 1883; il en fut de même en 1885 quand M. Rouvier convertit le 4 1/2 et le 4 p. 100 en 3 p. 100 perpétuel; enfin c'est encore sous la pression des déficits budgétaires que M. Burdeau convertit le 4 1/2 en 3 1/2 p. 100 en 1894.

Voir *Traité de la sciences des finances*, LEROY-BEAULIEU, t. II, p. 531.

diminuait. En admettant même que cette question fût tranchée par l'affirmative, comme la baisse du taux de l'intérêt amène une diminution du revenu de chacun, *ce n'est pas un avantage*; le consommateur dépense moins, mais d'une façon correspondante gagne moins. La question est donc fort douteuse.

Au contraire la baisse du taux de l'intérêt, semble vouloir développer chez chacun le goût du luxe. Le même phénomène que nous avons vu se produire chez les États, les départements, les communes se reproduit chez les particuliers. Moins le capital rapporte, plus on est porté à le dépenser, à le dissiper ou à le convertir en objets d'art et d'agrément.

En résumé, la baisse du taux de l'intérêt n'est pas avantageuse à la consommation des richesses.

CONCLUSION

L'étude des variations du taux de l'intérêt nous apprend que la hausse et la baisse du taux de l'intérêt produisent, dès qu'elles sont persistantes, un mélange de biens et de maux. Sous peine de passer pour un quiétiste ou un fataliste, il ne faut pas plus désirer une baisse soutenue qu'une hausse continue du taux de l'intérêt. La marche rythmique du taux de l'intérêt est la solution la plus naturelle. Il est utile pour la société que l'intérêt soit alternativement en hausse ou en baisse. En effet, puisque ces deux états portent avec eux un mélange d'inconvénients et d'avantages, leur succession régulière ralentira, affaiblira leurs inconvénients respectifs qu'une trop longue continuité rendrait nuisibles, sans diminuer toutefois la somme des avantages qu'ils font naître.

Vu :

LE PRÉSIDENT DE LA THÈSE,

BOUVIER.

Vu :

LE DOYEN,

E. CAILLEMER.

Vu et permis d'imprimer :

Lyon, le 2 février 1902.

LE RECTEUR DE L'ACADÉMIE,

Président du Conseil de l'Université,

G. COMPAYRE.

TABLE DES MATIÈRES

CHAPITRE PREMIER. — <i>De l'intérêt</i>	4
I. — De la légitimité de l'intérêt	3
II. — De la formation de l'intérêt	14
CHAPITRE II. — <i>Des variations du taux de l'intérêt</i>	30
I. — Explication des variations du taux de l'intérêt.	31
II. — Variations de la somme du service.	33
III. — Variations de la somme des risques	50
IV. — Mécanisme des variations du taux de l'intérêt	34
CHAPITRE III. — <i>Des variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à 1900</i>	57
I. — De la recherche d'un taux d'intérêt normal.	58
II. — De la division du XIX ^e siècle en quatre périodes	63
§ 1. — Période de hausse de 1800 à 1821	64
§ 2. — Période de baisse de 1821 à 1845	78
§ 3. — Période de hausse de 1845 à 1875	93
§ 4. — Période de baisse de 1875 à 1898.	107
CHAPITRE IV. — <i>Du taux de l'intérêt dans l'avenir</i>	117
I. — Théorie scientifique de la baisse de l'intérêt	118
§ 1. — Circonstances qui ont fait naître cette théorie	118
§ 2. — Exposition de la théorie de la baisse de l'intérêt	123
§ 3. — Critique de cette théorie	130
II. — Théorie rythmique de l'intérêt.	152
CHAPITRE V. — <i>Conséquences des variations du taux de l'intérêt</i>	156
I. — Conséquences des variations du taux de l'intérêt au point de vue de la production des richesses	158
II. — Conséquences des variations du taux de l'intérêt au point de vue de la répartition des richesses	160
III. — Conséquences des variations au point de vue de la consommation des richesses.	183
CONCLUSIONS	187

LYON

IMPRIMERIE A. STORCK ET C.^{ie}

Rue de la Méditerranée, 8
